FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

RAFAEL VIEIRA DE ANDRADE DE SÁ

O ADMINISTRADOR COMO GATEKEEPER DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO:
Origem, Fundamentos e Perspectivas

São Paulo
2021

RAFAEL VIEIRA DE ANDRADE DE SÁ

O ADMINISTRADOR COMO GATEKEEPER DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO:

Origem, Fundamentos e Perspectivas

Dissertação de Mestrado apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento pelo Programa de Mestrado Acadêmico da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas.

Área de concentração: Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social.

Orientadora: Prof.ª Dr.ª Viviane Muller Prado.

São Paulo

2021

Sá, Rafael Vieira de Andrade de.
O administrador como *gatekeeper* dos fundos de investimento : origem, fundamentos e perspectivas / Rafael Vieira de Andrade de Sá. - 2021.
286 f.

Orientador: Viviane Muller Prado.

Dissertação (mestrado) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Fundos de investimento - Administração. 2. Administradores de investimentos. 3. Fiscalização tributária. 4. Mercado de capitais - Brasil. I. Prado, Viviane Muller. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 336.767

Ficha Catalográfica elaborada por: Isabele Oliveira dos Santos Garcia CRB SP-010191/O
Biblioteca Karl A. Boedecker da Fundação Getulio Vargas - SP

RAFAEL VIEIRA DE ANDRADE DE SÁ

O ADMINISTRADOR COMO GATEKEEPER DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO:

Origem, Fundamentos e Perspectivas

Dissertação de Mestrado apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito e Desenvolvimento pelo Programa de Mestrado Acadêmico da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas.

Área de concentração: Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social.

Data da Aprovação: 24/6/2021

Banca Examinadora:

_____
Prof.ª Dr.ª Viviane Muller Prado (Orientadora)
FGV Direito SP

_____
Prof.ª Dr.ª Mariana Pargendler
FGV Direito SP

_____
Prof. Dr. Otávio Yazbek
Insper

_____
Prof. Dr. Pablo Renteria
PUC-Rio

Aos meus pais,

Andrea e João Ricardo,

meus maiores e eternos exemplos.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Andrea e João Ricardo, agradeço o amor incondicional, por serem a minha estrutura e por terem, mesmo com grande sacrifício pessoal, me possibilitado ter acesso a uma educação sem a qual eu não teria chegado até aqui. Às minhas irmãs, Adriana e Sandy Milhoranse, agradeço por serem a minha luz. Nada disso teria sido possível sem vocês.

À Professora Viviane Muller Prado, agradeço por ter me orientado nessa difícil empreitada e por ter me guiado, com maestria e contínua dedicação, nos intrincados caminhos de uma pesquisa acadêmica. Aproveito também para agradecer aos membros das bancas de qualificação e de defesa, Professora Mariana Pargendler e Professores Otávio Yazbek e Pablo Renteria, cujas profundas contribuições me nortearam no desenvolvimento deste estudo.

Aos amigos da melhor sala da FGV Direito SP, que me acompanharam nessa difícil e gratificante caminhada, agradeço pelas discussões de sempre elevado nível acadêmico, mas também, é claro, pelas conversas diárias e pelos nossos encontros pós-aula. Foi uma honra poder realizar um mestrado ao lado de vocês – e aguardo nosso próximo karaokê! Agradeço ainda à toda excelente equipe de professores do mestrado acadêmico da FGV Direito SP.

À Luciana Dias, serei eternamente grato pela incrível oportunidade pessoal e profissional – que, além de ter me trazido à cidade de São Paulo, tem me possibilitado entrar nesse ainda desconhecido mundo dos fundos de investimento – e por todo o apoio desde então. Este trabalho reflete em muito o que aprendi de nossas conversas. Agradeço ainda à Maria Clara Trancoso e à Stephanie Carmo, colegas de L| Dias Advogados, pelo carinho e ajuda de sempre.

Aos amigos de vida inteira, em especial os feitos nos anos de CTUR, PUC-Rio, CVM (na SEP e no Colegiado) e os que me acolheram em São Paulo, agradeço por terem me dado forças para continuar nessa missão quando nem eu mesmo mais acreditava que conseguiria. Ao Lucas Martimiano, pedindo desculpas pelas frequentes ausências, agradeço pela paciência, pelo suporte e pelo afeto. Dividir a alegria dessa conquista com vocês é o que me move.

Finalmente, agradeço também à ANBIMA pela gratificação decorrente do "XV Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais", do qual fui um dos vencedores em 2019. E, agradecendo imensamente, registro ainda que o mestrado acadêmico na FGV Direito SP, do qual este texto é fruto, foi realizado com o imprescindível apoio da Fundação Getulio Vargas, por meio da bolsa Mario Henrique Simonsen de Ensino e Pesquisa.

Caminante, son tus huellas
el camino y nada más;
Caminante, no hay camino,
se hace camino al andar.
Al andar se hace el camino,
y al volver la vista atrás
se ve la senda que nunca
se ha de volver a pisar.
Caminante, no hay camino
sino estelas en la mar.

Antonio Machado

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo estudar o dever de fiscalização atribuído ao administrador de um fundo de investimento. O tema é explorado sob três dimensões: (i) a origem da eleição de um ator inserido na estrutura do fundo para atuar como fiscalizador de algumas de suas operações; nesse contexto, identifica-se que o administrador é considerado pela regulamentação vigente como o *gatekeeper* do modelo de governança brasileiro de fundos de investimento, em linha com o princípio internacional segundo o qual esses veículos de investimento coletivo devem ter um supervisor independente diante das assimetrias informacionais e de poder que lhes são inerentes; (ii) os fundamentos para a obrigação de supervisão recair sobre o administrador no regime jurídico brasileiro de fundos de investimento em vigor; a resposta encontrada é no sentido de que o administrador reúne as características típicas para que um agente econômico seja elevado pela regulação à condição de *gatekeeper*; e (iii) as perspectivas sobre o que se espera do administrador no exercício de seu dever de vigilância; para tanto, são delineados os marcos fundamentais do dever de fiscalização cominado ao administrador de fundos de investimento e os parâmetros relacionados à aferição do cumprimento desse dever.

Palavras-chave:
Fundos de Investimento – Administrador – Fiscalização – Regulação – Mercado de Capitais

ABSTRACT

This study aims to discuss the duty of oversight entrusted to the administrator of an investment fund. The subject is discussed under three dimensions: (i) the source of the appointment of an entity within the fund structure to act as a monitor of some of its operations; in this regard, this study identifies that the administrator is considered to be the gatekeeper of the Brazilian governance model of investment funds, in accordance with the international principle pursuant to which collective investment vehicles should have an independent oversight entity given the informational and power asymmetries inherent to them; (ii) the fundamentals for the duty of oversight falling upon the investment fund's administrator in the current Brazilian legal regime; in this regard, this study explores why the fund's administrator meets the typical characteristics for an entity to be considered as a gatekeeper by fund regulation; and (iii) the perspectives on what is expected from the fund's administrator in carrying out its monitoring duties; in this regard, this study systematizes the main characteristics of the duty of oversight assigned to the fund's administrator and explains how the discharge of such duty is currently assessed.

Key-words:

Investment Fund – Administrator– Oversight – Regulation– Capital Markets

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABBL	Luxemburg Bankers Association
ABBL/ALFI	ABBL and ALFI Guideline and Recommendations for Depositaries:
GUIDELINES	Oversight Duties and Cash Monitoring for AIFs & UCITS
AIF	Alternative Investment Funds
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFMD	Diretiva 2011/61/UE
AIFMD-CDR	Commission Delegated Regulation (EU) Nº 231/2013
ALFI	Association of the Luxembourg Fund Industry
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
BACEN	Banco Central
BCE	Banco Central Europeu
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe
CIS	Collective Investment Schemes
CMN	Conselho Monetário Nacional
CÓDIGO ANBIMA	Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recurso Terceiros
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacioanal
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA's TECHNICAL ADVICE	ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive – Final Report (ESMA/2011/379)
FIDC	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
FII	Fundos de Investimento Imobiliários
FIP	Fundos de Investimento em Participações
ICA	Investment Company Act
ICI	Investment Company Institute
IDC	Independent Directors Council
IIA	Investment Adviser Act

IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ManCo	Management Company
MiFID II	Diretiva 2014/65/EU
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PAS	Processo Administrativo Sancionador
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
SIN	Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais
UCITS	Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities
UCITSD	Diretiva 2009/65 /CE
UCITSD-CDR	Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 15

CAPÍTULO I – FUNDOS DE INVESTIMENTO E CONFLITOS DE AGÊNCIA 21

1.1 Introdução 21

1.2 Terminologia e delimitações 22

1.3 Dimensões dos fundos de investimento 24

1.3.1 Dimensão funcional 24

1.3.2 Dimensão econômica 26

1.3.3 Dimensão jurídica 28

1.4 Dissociação entre fundos de investimento e gestores 30

1.5 Conflitos de agência: um problema inerente à estrutura dos fundos 35

1.5.1 A teoria da agência como chave de análise 35

1.5.2 Assimetrias informacional e de poder nos fundos de investimento 38

1.6 Incentivos adversos na indústria de fundos de investimento 41

1.6.1 Remuneração 43

1.6.2 Tolerância ao risco 46

1.6.3 Alocação de oportunidades de investimento 49

1.6.4 Conglomerados financeiros 51

1.7. Discussões domésticas e internacionais sobre a regulação dos fundos 51

1.8 Conclusão do capítulo 56

CAPÍTULO II – ESTRATÉGIAS JURÍDICAS E MODELOS DE GOVERNANÇA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PERSPECTIVA COMPARADA 58

2.1 Introdução 58

2.2 Estratégias jurídicas 61

2.2.1 Deveres fiduciários 63

2.2.2 Regras, políticas e procedimentos 66

2.2.3 Prestação compulsória de informações 70

2.3 A estrutura trilateral como padrão regulatório 72

2.3.1 Governança dos fundos de investimento 72
2.3.2 Funções-chave e a estratégia de supervisão por terceiros 75
2.3.3 Consolidação da estrutura trilateral de governança 78

2.4 O papel dos gatekeepers dos fundos de investimento 81
2.4.1 O que são gatekeepers? 82
2.4.2 Princípios da IOSCO 86

2.5 Especialização e terceirização na indústria de fundos de investimento 91
2.5.1 A terceirização enquanto fenômeno econômico 92
2.5.2 Preocupações regulatórias 93
2.5.3 Discussões em fóruns multilaterais 95

2.6 Modelos regulatórios em espécie 98
2.6.1 Modelo europeu 98
2.6.2 Modelo norte-americano 113
2.6.3 Modelo australiano 120
2.6.4 Modelo brasileiro 127

2.7 Breves notas sobre os modelos regulatórios em perspectiva comparada 137

2.8 Conclusão do capítulo 139

CAPÍTULO III – DE PROTAGONISTA À COPROTAGONISTA: A EVOLUÇÃO DO PAPEL DO ADMINISTRADOR NA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FUNDOS 140

3.1 Introdução 140

3.2 Percurso dos fundos de investimento no Brasil 141
3.2.1 Nascimento da indústria brasileira de fundos de investimento 143
3.2.2 Discussões havidas durante a Reforma Tributária de 1958 152
3.2.3 Positivação da segregação entre o instrumento fundo e sua administração 155
3.2.4 Tentativa de alteração do modelo predominante 159
3.2.5 Deliberada escolha pelo modelo condominial 163
3.2.6 Consolidação do modelo condominial 168

3.3 Rearranjo estrutural da indústria brasileira de fundos 171
3.3.1 Motores da especialização no setor de fundos brasileiro 172
3.3.2 Distorção entre teoria e prática 178

3.3.3 Estratégias jurídicas adotadas no Brasil 182

3.4 Conclusão do capítulo 197

CAPÍTULO IV – O ADMINISTRADOR COMO GATEKEEPER DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO REGIME JURÍDICO BRASILEIRO 199

4.1 Introdução 199

4.2 Um debate (quase) oculto: qual é o papel do administrador? 199

4.3 Fundamentos do dever de fiscalização no regime brasileiro 203

4.3.1 Delegação versus gatekeeping 204

4.3.2 A racionalidade da eleição do administrador como gatekeeper 208

4.3.3 Um novo olhar para uma velha conclusão 211

4.4 Perspectivas do dever de fiscalização 213

4.4.1 Avaliações de risco inicial e periódica 214

4.4.2 Rotinas de fiscalização 217

4.4.3 Abordagem baseada em risco 218

4.4.4 Atuação ex post 220

4.4.5 Análise objetiva das operações 224

4.4.6 Sinais de alerta 225

4.4.7 Reporte ao regulador 226

4.5 Parâmetros de aferição da responsabilidade do administrador 228

4.5.1 Obrigação de meios 228

4.5.2 Ocorrência de falhas pontuais 231

4.5.3 Existência, efetividade e proporcionalidade dos procedimentos 234

4.6 O dever de fiscalização do administrador na jurisprudência da CVM 236

4.6.1 Precedentes iniciais 237

4.6.2 A paulatina construção da jurisprudência vigente 239

4.6.3 O reconhecimento da natureza do papel do administrador 243

4.6.4 Consolidação da jurisprudência 249

4.7 As alterações em debate na Audiência Pública SDM 8/2020 257

4.7.1 O reconhecimento normativo da estrutura tripartite 257

4.7.2 Delimitação do dever de fiscalização do administrador 260

CONCLUSÃO.....264

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 271

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo estudar o dever de fiscalização atribuído ao administrador de um fundo de investimento. Busca-se explorar o tema sob três dimensões: (i) a *origem* da eleição de um ator inserido na estrutura do fundo para atuar como fiscalizador de algumas de suas operações; (ii) os *fundamentos* para a obrigação de supervisão recair sobre o administrador no regime jurídico brasileiro de fundos de investimento; e (iii) as *perspectivas* sobre o que se espera do administrador no exercício de seu dever de vigilância.

Fundos de investimento têm recebido crescente atenção nos últimos anos, por parte dos acadêmicos e reguladores – e não é por menos. Se quando de seu aparecimento os fundos de investimento foram considerados como uma boa alternativa de possibilitar o primeiro contato dos investidores com o mercado de valores mobiliários, esses veículos são hoje a principal forma pela qual os investimentos nesse mercado são realizados. Afinal, eles já são os maiores acionistas das companhias abertas, estando à frente de governos, de empresas privadas e de indivíduos estratégicos.[1] Vivemos sob o império dos fundos de investimento.[2]

Esse novo paradigma, apelidado de capitalismo de agência,[3] traz consigo algumas preocupações. Com efeito, embora seja uma forma eficiente de se coletivizar a prestação do serviço de gestão de recursos, a estrutura dos fundos de investimento, que segrega o dinheiro dos investidores em veículos cujo controle é entregue a terceiros – uma típica relação de agência –, levanta diversos debates quanto a potenciais desalinhamentos de interesses entre os prestadores de serviço do fundo de investimento, de um lado, e os seus investidores, de outro.

Essa específica relação de agência pode ser analisada sob dois prismas complementares. No plano externo, isto é, na relação mantida entre o fundo de investimento e as companhias por ele investidas, a separação entre os investidores e os responsáveis pela operação do veículo coloca em perspectiva a clássica dissociação, há muito preconizada por Adolf Berle e Gardiner

---

[1] Em conjunto com os demais investidores institucionais, os fundos de pensão e as seguradoras. Juntos, eles são a categoria de investidor que globalmente detém a maior participação no capital das companhias listadas. Cf. OCDE. *Owners of the World's Listed Companies*. Paris, 2019, p. 6. Disponível em: www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm. Acesso em: 14.2.2021.

[2] Cf. BIRDTHISTLE, William. *Empire of the Fund: The Way We Save Now*. Nova York: Oxford University Press, 2006, p. 2.

[3] A expressão foi cunhada por Ronald Gilson e Jeffey Gordon. Ela é utilizada pelos autores para explicar "*an ownership structure in which agents hold shares for beneficial owners*". Segundo eles, a consequência dessa nova estrutura é a criação de uma dupla relação de agência: entre os acionistas e os administradores da companhia, de um lado, e entre os beneficiários dos investidores institucionais e seus gestores, de outro. Cf. GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*. Columbia Law Review, 2011, Vol. 113, Nº 4, p. 865, Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391. Acesso em: 15.2.2021.

Means, entre a propriedade (que cabe aos acionistas) e o controle (que fica nas mão dos administradores das companhias).[4] Isso porque agora há, quase sempre, um novo, relevante e muitas vezes poderoso ator intermediando essa relação societária: os investidores institucionais, como os fundos de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras.

Ao mesmo tempo, esse novo contexto também faz emergir o que tem se denominado de custos de agência do capitalismo de agência. Ronald Gilson e Jeffrey Gordon, por exemplo, destacam que a nova realidade da composição acionária das companhias abertas substituiu o longevo problema de apatia racional dos investidores individuais pelo moderno problema da reticência racional dos investidores institucionais, que, apesar dos meios e recursos à sua disposição, deliberadamente deixariam de se engajar em aspectos relativos à governança corporativa[5] das companhias investidas por não possuírem incentivos para tanto.[6]

Por essa razão, ao lado das consequências do aumento da participação acionária dos investidores institucionais, alguns dos tópicos que dominam os debates atuais são a atuação desse tipo de investidor na proteção dos interesses de seus beneficiários em relação às companhias investidas; a percepção de que eles geralmente falham em desempenhar satisfatoriamente esse papel; e as possíveis formas de mudar esse cenário.[7]

Já no plano interno, isto é, na relação mantida entre os investidores e os prestadores de serviço responsáveis pela operação do fundo – prisma que sobretudo interessa para fins deste trabalho –, os debates acadêmicos e regulatórios giram ao redor da possibilidade de os recursos desses investidores não serem aplicados em seu interesse, e sim para favorecimento dos próprios operadores do fundo ou de partes a eles relacionadas. A preocupação quanto a esses potenciais conflitos, vale dizer, ganha ares bastante acentuados no contexto dos fundos de investimento, ao ponto de a regulação do setor de fundos vir sendo tradicionalmente associada com os conflitos e custos de agência que se colocam nesse âmbito interno.

---

[4] V. BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. 3ª edição. Trad.: Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

[5] A respeito do crescimento da relevância das discussões relativas à governança corporativa, v. PARGENDLER, Mariana. *The Corporate Governance Obsession*. Journal of Corporation Law, Vol. 42, Nº 2, 2016, pp. 359-402. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2491088. Acesso em: 13.7.2021.

[6] Cf. GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. Op. Cit., p. 867.

[7] Os "códigos de *stewardship*" são um dos principais meios pelos quais se busca aumentar o engajamento dos investidores institucionais nas companhias investidas. Para um resumo do tema, v. HILL, Jennifer G. *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes.* European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 368/2017*,* setembro de 2017. Disponível em: <https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/3682017.pdf. Acesso em: 9.3.2021. Em recente artigo, contudo, Dan Puchniak coloca em dúvidas o transplante e a efetividade desses códigos para países em que há forte concentração acionária, cf. PUCHNIAK, Dan. *The False Hope of Stewardship in the Context of Controlling Shareholders: Making Sense Out of the Global Transplant of a Legal Misfit*. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 589/2021, junho de 2021. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3858339. Acesso em: 13.7.2021.

Com efeito, partindo da premissa de que a operação de um veículo de investimento coletivo embute potenciais conflitos entre os interesses dos que investem nesses veículos e os interesses de seus prestadores de serviço, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) elegeu como o princípio de governança primário dos fundos de investimento o de que a estrutura desses veículos deve contar com um ou mais atores que atuem como supervisores independentes de suas atividades, especialmente daquelas relacionadas às decisões de investimento tomadas em nome do veículo.[8] Isto é, tais atores funcionam como verdadeiros guardiões ("*gatekeepers*") inseridos na estrutura do fundo de investimento.

No vigente regime jurídico pátrio, a função de supervisor na estrutura dos fundos de investimento é primariamente atribuída ao administrador, que também é considerado como o principal protagonista na estrutura jurídica desse veículo. Mais precisamente, a regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determina que cabe ao administrador deliberar a constituição do fundo de investimento; aprovar o seu regulamento; e contratar, em nome do veículo, os seus demais prestadores de serviços, inclusive o gestor.

Ao administrador também são atribuídas diversas obrigações de natureza fiscalizatória, incluindo um genérico dever de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo, nos termos da norma geral que versa sobre os veículos de investimento registrados na autarquia.[9] Essa obrigação de monitoramento é principalmente direcionada às atividades desenvolvidas pelo responsável pela gestão da carteira do fundo – para a CVM, o administrador figura como o vigia do cotista dos atos praticados pelo gestor da carteira do fundo. [10]

Ocorre, porém, que esse modelo jurídico tem sido objeto de críticas nos últimos anos. Essas críticas têm duas feições distintas. De um lado, afirma-se que tal regime codifica uma distorção, na medida em que, dentre as inúmeras atividades necessárias à operação de um fundo de investimento, a que mais se destaca é a gestão de sua carteira. Assim, afirma-se que o protagonismo da estrutura jurídica de um fundo deveria recair sobre o gestor, e não sobre o administrador, que em geral retém consigo apenas funções de cunho administrativo.

De outro lado, a segunda feição das críticas acerca do modelo vigente trata da ausência de concretude dos deveres de fiscalização imputados ao administrador, especialmente aquele de caráter mais genérico. De fato, apesar de um relativo avanço em termos jurisprudenciais, nunca houve uma delimitação precisa do que esse abstrato encargo de fiscalização implica para

---

[8] Cf. IOSCO. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Part I (Final Report)*. 2006. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf. Acesso em: 15.2.2021.
[9] Cf. Art. 90, X, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[10] PAS CVM nº RJ2012/6987, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 13.8.2013. Ac. CRSFN 258/2018, Rel. Cons. Adriana Cristina Dullius, j. em 19.8.2018.

o administrador. E, se parece ser intuitivo que monitorar uma atividade exercida por terceiros é diferente de executar diretamente essa atividade, também é verdadeiro que a inexistência de orientações acerca do alcance desse monitoramento pode borrar, na prática, essa distinção.

Os incômodos gerados pelos problemas acima mencionados não passaram despercebidos. Ao contrário, algumas iniciativas recentes buscaram enfrentar essas disfunções. A primeira delas é a Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874, de 2019), que introduziu no Código Civil um capítulo versando sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. A segunda iniciativa, esta capitaneada pela própria CVM, reside na Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, que ainda está pendente de finalização.[11] Nos termos de seu Edital, datado de 1.12.2020, um dos principais objetivos dessa Audiência Pública é o de alterar, revisar e consolidar o regime jurídico geral dos fundos de investimento registrados na CVM.

Ao menos duas alterações relevantes foram propostas para o regime jurídico dos fundos de investimento. Uma delas é na própria estrutura jurídica desses veículos, tal como hoje estabelecida no sistema brasileiro: a CVM sugere que os fundos de investimento passem a ser constituídos por meio de uma deliberação conjunta do administrador e do gestor, que passarão a ser considerados, para fins da norma proposta, como prestadores de serviços essenciais. A outra proposta relevante de reforma feita na Audiência Pública CVM nº 8, de 2020, é a de que o dispositivo que ora descreve o genérico dever de fiscalização do administrador seja substituído por comandos que preveem de forma mais detalhada em quais situações caberá o exercício de algum tipo de fiscalização tanto pelo administrador quanto pelo gestor.

Como fundamento geral para a ampla revisão do arcabouço vigente, a autarquia levantou a necessidade de aproximar a conformação legal dos fundos de investimento brasileiros às práticas comumente observadas nos mercados mais desenvolvidos. Especificamente em relação à modificação quanto ao dever genérico de fiscalização, a CVM afirmou que essa proposta se dá em decorrência da redistribuição de funções entre os prestadores de serviços essenciais, isto é, entre o administrador e o gestor. A autarquia também destacou que a melhor delimitação das situações que geram o dever de fiscalização é justificada pelos custos de observância que advêm da imposição dessa obrigação, uma vez que esses custos, ao final, são suportados pelos próprios investidores dos fundos de investimento.

Para tratar das questões acima colocadas, o presente trabalho está dividido em quatro Capítulos, além desta Introdução e da Conclusão.

---

[11] O Edital da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020 está disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 10.1.2021.

O Capítulo I delimita alguns pontos deste estudo e apresenta uma revisão de literatura a respeito dos conflitos decorrentes do fenômeno da dissociação entre fundos de investimento e gestores. São explorados, como um ponto de partida, os problemas práticos comuns que surgem da atividade e organização dos fundos de investimento. Em seguida, apresenta-se algumas discussões domésticas e internacionais sobre a relevância de os regimes jurídicos reconhecerem esses riscos e tratá-los adequadamente por meio da regulação.

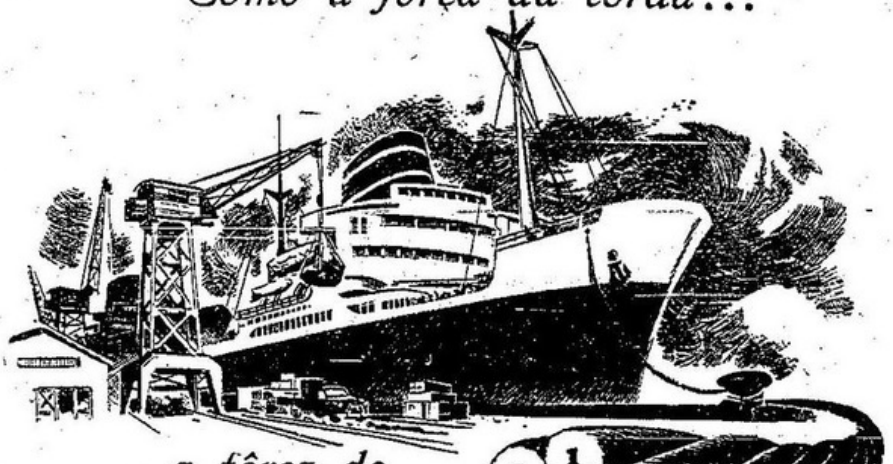
O Capítulo II explora as estratégias jurídicas comumente lançadas por reguladores para lidar com os conflitos inerentes à estrutura dos fundos de investimento, com especial ênfase na mais relevante delas: a obrigatoriedade de que exista um *gatekeepeer* inserido na estrutura dos veículos de investimento coletivo. Além de apresentar os princípios da IOSCO sobre o tema, são também analisados como essas orientações são implementadas pelos modelos de governança dos fundos da União Europeia, dos Estados Unidos, da Austrália e do Brasil.

O Capítulo III revisita o processo histórico de formação do modelo regulatório brasileiro de fundos de investimento, notadamente em relação ao papel de protagonismo conferido, até este momento, à figura do administrador. Mapeia-se como a evolução desse modelo regulatório decorreu de um cenário de forte concentração bancária e procurou responder a um crescente nível de especialização das funções relacionadas à operação dos fundos, em especial a gestão de recursos, o que foi feito por meio do emprego de distintas estratégias regulatórias, inclusive, a atribuição do referido dever de fiscalização ao administrador do fundo.

Finalmente, o Capítulo IV discute o papel normativo do administrador enquanto ator responsável por fiscalizar determinados aspectos da operação do fundo de investimento que são de competência do gestor; sistematiza alguns marcos fundamentais do padrão de conduta esperado do administrador no exercício do dever de fiscalização; expõe parâmetros de aferição do cumprimento dessa obrigação; e explora os precedentes da CVM que versaram sobre o tema até o momento. Em seguida, as propostas de reforma regulatória em discussão no âmbito da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, são examinadas à luz dos capítulos anteriores.

***

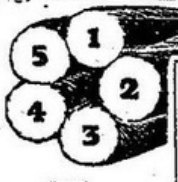
Como a fôrça da corda...



...a fôrça do

FUNDO CRESCINCO

está na união de 5 elementos



— A fôrça da corda atinge ao máximo de resistência quando há um perfeito entrelaçamento dos 5 fios que a compõem. Essa fôrça diminui proporcionalmente à diminuição do número dêsses fios.

UMA NOVA MODALIDADE DE INVERSÃO - **CRESCINCO** - Fundo Brasileiro de Participações Industriais e Comerciais - é um condomínio econômico-financeiro - o primeiro a ser organizado no Brasil que põe uma fôrça total a serviço de seus participantes, representada pela perfeita união dos 5 elementos que formam sua estrutura. O FUNDO CRESCINCO, pelo seu sistema de "porta aberta a todos, quaisquer que sejam suas posses", permite a milhares de brasileiros uma possibilidade de participar segura e cômodamente do crescente potencial econômico e dos lucros das grandes emprêsas do país. Investindo, através de seus departamentos especializados, numa seleção de títulos e outros valores existentes no mercado, CRESCINCO assegura a mais criteriosa aplicação de CAPITAIS, visando a uma CONTÍNUA VALORIZAÇÃO, um RENDIMENTO PROVEITOSO, REAPLICAÇÕES OPORTUNAS e, graças ao critério da DIVERSIFICAÇÃO, uma NEUTRALIZAÇÃO DOS RISCOS. Um outro aspecto interessante - e que constitui novidade no Brasil - é a inclusão, na carteira do Fundo CRESCINCO, de ações de companhias americanas, com operações no Brasil, o que proporciona ao público brasileiro a participação direta nos lucros dessas grandes emprêsas.

* 1 SEGURANÇA DO PATRIMÔNIO
2 VALORIZAÇÃO
3 RENDA TRIMESTRAL
4 HÁBIL ADMINISTRAÇÃO
5 RESGATE IMEDIATO

VALORIZAÇÃO
- Através de cuidadosa seleção entre títulos de empreendimentos em franco desenvolvimento, o que permite crescimento em valor da inversão inicial.

Tome parte no Fundo Crescinco para tomar parte na Riqueza Nacional - reservando logo suas cotas

Para receber um folheto grátis e obter mais detalhes, preencha o cupom abaixo, remetendo-o urgente, ou visite um dos nossos escritórios regionais:
São Paulo - Praça da República, 400
Rio de Janeiro - Av. Rio Branco, 81 - 4º. and.
Pôrto Alegre - Av. Borges de Medeiros, 340 - 5º. and.

Distribuições em dinheiro são feitas aos participantes em 31 de janeiro, 30 de abril, 31 de julho e 31 de outubro de cada ano.

CRESCINCO - Caixa Postal 6945 - São Paulo
Prezados Senhores:
Queiram enviar-me, gratuitamente, o livreto intitulado "Seu Dinheiro Não Pode Andar Parado"
Nome_____
Rua_____
Cidade_____ Estado_____

CRESCINCO

FUNDO BRASILEIRO DE PARTICIPAÇÕES INDUSTRIAIS E COMERCIAIS
Sede Administrativa: R. Libero Badaró, 293 - conj. 26-B
São Paulo - Tel: 37-9171 - End. Tel. CRESCINCO

Fonte: Jornal O Globo, 18.6.1957, p. 19.

CAPÍTULO I – FUNDOS DE INVESTIMENTO E CONFLITOS DE AGÊNCIA

1.1 Introdução

Fundos de investimento são instrumentos complexos por natureza, em todas as suas dimensões. Um dos principais motivos para tanto é que os fundos de investimento congregam em si múltiplos fenômenos observados nas últimas décadas no mercado de valores mobiliários, em particular, a desintermediação financeira, a diversificação de carteiras e a constituição de produtos híbridos. Nas palavras do jurista português Alexandre Brandão da Veiga: "[o]s fundos, para poderem ser compreendidos, não podem ser reduzidos a cada um destes fenómenos"; "[n]a sua aparente simplicidade [os fundos de investimento] são dos fenómenos mais complexos do mercado de valores mobiliários exactamente porque participam de todos eles".[12]

Nesse sentido, uma perspectiva funcional tem sido enfatizada pela literatura como uma forma mais eficiente de se compreender o instituto e o seu funcionamento, notadamente sob um ponto de vista comparado.[13] Com esse olhar, busca-se principalmente entender como determinados problemas práticos comuns às economias de mercado são enfrentados pelas normas de diferentes jurisdições.[14] Ou, na elegante definição de Tullio Ascarelli, perquire-se a "fungibilidade dos instrumentos jurídicos em relação a um determinado objetivo econômico".[15]

O presente trabalho também adota uma perspectiva comparada funcional como metodologia de análise dos fundos de investimento. Mas, neste capítulo, essa lente é utilizada não para identificar as diferentes soluções encontradas por distintos regimes jurídicos para lidar com um problema prático comum. Na verdade, aqui se explora, como um ponto de partida teórico, quais são esses problemas práticos comuns que surgem da atividade e organização dos fundos de investimento e que levam, por sua vez, à sua regulação.

---

[12] Cf. VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário: Regime Jurídico*. Coimbra: Almedina, 1999, pp. 19-20.

[13] Cf. BECKER, Bruno Bastos. *Fundos de Investimento no Brasil: Anatomia Funcional e Análise Crítica Regulatória.* 2019. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo.

[14] Em linha com o método empregado por John Armour et al: "[p]ara os presentes fins, todavia, não é necessário se comprometer com pontos sutis da metodologia das ciências sociais. Basta notar que as exigências da atividade e organização empresarial apresentam problemas práticos que são essencialmente semelhantes nas economias de mercado do mundo todo. Nossa análise é 'funcional' no sentido de que organizamos a discussão em torno dos modos como o direito societário lida com esses problemas e das diversas forças que levaram países distintos a escolher soluções fundamentalmente semelhantes – porém jamais idênticas – para eles". Cf. O Que é o Direito Societário? In: *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparada e Funcional*. KRAAKMAN, Reinier *et al.* Trad.: Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018, p. 36.

[15] Cf. ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, p. 495.

1.2 Terminologia e delimitações

Algumas delimitações e definições terminológicas preliminares são importantes à compreensão deste estudo. A primeira diz respeito a quais tipos de fundos ele se dirige. Embora muitos dos assuntos aqui tratados sejam também aplicáveis a outros fundos que não se enquadram neste corte, vale dizer que as referências ao termo "fundos de investimento" aqui empregadas têm por objetivo abarcar primariamente os veículos: (i) passíveis de distribuição pública aos investidores de varejo; (ii) sujeitos a registro perante o regulador; e (iii) em que os investidores não possuem ingerência determinante sobre as operações de investimento.

Entram nesta classificação, portanto, os *mutual funds* norte-americanos, tecnicamente denominados de "*open-end company*" pela legislação dos Estados Unidos; os "*undertakings for collective investment in transferable securities"* (UCITS) europeus; os "*registered managed investment schemes"*, ou *managed funds*, australianos*;* e, ainda, os fundos distribuídos aos investidores de varejo no regime brasileiro sob a égide da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Em outras palavras, esta pesquisa foi elaborada tendo em mente um típico veículo de investimento coletivo. Isso porque, como um tipo ideal *weberiano*, suas características ajudam a abstratamente compreender os fundos enquanto fenômeno jurídico e econômico.

É bem verdade que o referido corte não é capaz de capturar completamente a realidade da indústria de fundos. Afinal, se é certo que a visão dos fundos como instrumentos de viabilização de investimentos coletivos é aquela que melhor define teoricamente esses veículos, também não se pode ignorar que há estruturas de perfil distinto que englobam captações mais complexas e, ainda assim, são abrigadas sob o amplo gênero dos fundos de investimento – é o fenômeno, também mencionado por Tullio Ascarelli, da "compatibilidade de propósitos econômicos diversos com o mesmo instrumento jurídico".[16] Do mesmo modo, há casos em que os investidores ou um grupo deles possuem algum grau de influência sobre as decisões de investimento do veículo. Essas estruturas, contudo, não são o foco principal desta pesquisa.

Outra demarcação terminológica relevante é a constante menção ao termo "gestor" e sua escolha como tradução para "*manager*", "*adviser*", ou "*operator*", usualmente referenciados na literatura como o prestador de serviços que tem a responsabilidade geral por administrar e por executar as principais funções necessárias para o funcionamento de um veículo coletivo de investimento, incluindo a gestão de sua carteira e a realização de serviços operacionais. Por exemplo, nos Estados Unidos, esse papel é desempenhado pelos *Investment*

[16] Cf. ASCARELLI. Op. Cit., p. 495.

Advisers dos *mutual funds*; na Europa, as *Management Companies* são os operadores dos UCITS; e, na Austrália, as *Responsible Entities* são as operadoras dos *managed funds*.

Em que pese as expressões "*manager*", "*adviser*", ou "*operator*", mais utilizadas na literatura internacional e em normas de outros países, talvez pudessem ser traduzidas como "administrador", não se adota esse termo para evitar alguma confusão com a forma com que ele é correntemente entendido no contexto brasileiro, bem como porque, via de regra, é a gestão do fundo que está no centro das atenções tanto de acadêmicos quanto dos reguladores.

De fato, o principal papel desses atores é o de executar as estratégias de investimento em benefício dos investidores – não por outro motivo, em traduções legislativas oficiais, por exemplo, as *Management Companies* dos UCITS são designadas como "sociedades gestoras", embora a elas caiba a gestão da carteira, a administração e a distribuição desses fundos.[17] Optou-se, assim, por abranger esses prestadores sob o termo "gestor" neste estudo, de modo que a referência a tal agente deve ser aqui compreendida como uma menção ao responsável pela gestão da carteira de um fundo, ainda que ele a exerça em conjunto com outras funções.

Na mesma linha, especialmente no contexto do regime jurídico brasileiro, optou-se por não utilizar as expressões "administrador" e "administrador fiduciário" de forma intercambiável, dando-se preferência à primeira quando da citação ao ator responsável por, nos termos das normas vigentes, deliberar a constituição do fundo, aprovar seu regulamento, e executar todos os serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio ou por terceiros.[18] Isso porque, como se verá adiante, o termo "administrador fiduciário" ora representa uma categoria do gênero "administrador de carteiras", e não a posição jurídica de "administrador (do fundo)" tal como definida pela regulamentação. O termo "administrador", assim, deve ser aqui compreendido como essa posição jurídica.

Ademais, cabe mencionar que, para facilitar a exposição, o presente estudo utiliza de maneira genérica – independentemente da forma jurídica assumida pelo fundo de investimento – as expressões "cotas" e "cotistas" para respectivamente designar os títulos representativos de participação nesses veículos e os investidores que, por meio de subscrição ou aquisição, tornam-se proprietários desses títulos. Pelos mesmos motivos, as expressões "conflitos de agência" e "conflitos de interesses" são também aqui usadas como equivalentes.

---

[17] Cf. Diretiva 2009/65/CE (UCITSD) em sua versão oficial em português. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=CELEX:02009L0065-20200107&from=EN>. Acesso em: 20.4.2021.

[18] Cf. Arts. 2º, I, 6º e 78, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Finalmente, é importante frisar que o foco deste trabalho reside na relação entre o administrador do fundo e o gestor no arcabouço jurídico brasileiro, especialmente no que diz respeito ao dever de fiscalização daquele em relação a esse. Ainda que a obrigação de monitoramento do administrador se imponha em todos os serviços prestados por terceiros ao fundo, tal delimitação parte da premissa de que a gestão de recursos é a principal dentre as atividades necessárias à operação desse veículo e, por isso, que a sua fiscalização é aquela que embute maiores desafios. É dessa perspectiva, portanto, que o presente estudo\ é construído.

1.3 Dimensões dos fundos de investimento

1.3.1 Dimensão funcional

Um fundo de investimento pode ser funcionalmente compreendido como um veículo cuja operação é entregue a um profissional especializado na atividade de gestão de recursos, a quem cabe decidir, de acordo com um mandato preestabelecido, como os recursos aplicados naquele veículo serão investidos em ativos de diferentes naturezas.

Os recursos que compõem o patrimônio dos fundos de investimento são potencialmente obtidos por meio da agregação da poupança de dezenas, centenas ou até mesmo de milhares de investidores. Por essa razão, os fundos de investimento são também comumente chamados de veículos de investimento coletivo ("*collective investment schemes"*)[19] ou, simplesmente, CIS.

Nessa perspectiva, um fundo nada mais é do que um instrumento colocado entre os investidores e o profissional especializado na prestação da atividade de gestão de recursos de terceiros. Fundos de investimento funcionam, a um só tempo, como o instrumento que serve para: (i) agregar os recursos dos investidores em um patrimônio comum; (ii) segregar funcionalmente esses recursos dos patrimônios dos investidores, de um lado, e do gestor, de outro; e, ainda, para (iii) figurar como o único cliente para o qual o gestor presta seus serviços.

Em sua essência, portanto, o que caracteriza e distingue um fundo de investimento enquanto tal é precisamente essa relação bilateral, porém indireta (pois intermediada por um veículo), entre os investidores e o gestor profissional de recursos de terceiros. Isso porque a gestão de fundos de investimento consiste em apenas um outro meio através do qual o serviço

[19] Como explica Willian Birdthistle: "[c]ollective *because they aggregate monies from a variety of individual investors and deploy them as a common fund, rather than as separate accounts.* Investment *because the goal of the enterprise is ultimately to risk the money on other profit- making ventures, not simply to provide security, as might be the case with a bank deposit.* Vehicles *because Wall Street loves its technocratic buzzwords, and "collective investment things" just doesn't sound impressive enough*". Cf. BIRDTHISTLE. Op. Cit., p. 19.

de gestão de recursos é provido, diferente na espécie, mas não no gênero da gestão realizada para carteiras de investidores individuais.[20]

Os investidores que aplicam seus recursos nos fundos de investimento recebem, em contrapartida, títulos representativos de participação no patrimônio desses veículos. Tais títulos podem ser de distintas espécies e variam notadamente de acordo com a forma jurídica assumida pelo fundo de investimento. De todo modo, em regra, esses títulos emitidos pelos fundos de investimento conferem ao seu titular uma participação proporcional ao patrimônio do veículo.

Nos Estados Unidos, país em que os fundos de investimento usualmente assumem a forma jurídica de sociedades anônimas ou de *trusts*, os títulos de participação recebidos pelos investidores são ações ou *units*, daí serem eles acionistas ou *unitholders*. No Brasil, em que os fundos são hoje constituídos como condomínios de natureza especial, os títulos de participação são as cotas e os investidores, assim, são denominados de cotistas. As cotas de fundos de investimento são consideradas valores mobiliários pela legislação brasileira.[21]

Em que pese não ser possível pregar a existência de um conceito universal aplicável aos fundos de investimento, pode-se afirmar que as características acima mencionadas são usualmente reconhecidas, nas mais variadas jurisdições e mesmo em sistemas jurídicos de famílias distintas, como as mais marcantes do instrumento que em geral se concebe como sendo um fundo de investimento, ao menos, enquanto gênero.[22]

Com efeito, as premissas que norteiam e fundamentam toda a regulamentação aplicável a esses veículos são as de que os fundos de investimento são: (i) mecanismos geralmente criados para a captação de poupança popular; (ii) que os investidores recebem títulos que lhe conferem uma participação *pro rata* ao patrimônio do fundo; e, principalmente, que (iii) os recursos aportados nesses veículos são geridos discricionariamente por um profissional especializado – e não diretamente pelos próprios investidores – de acordo com um mandato preestabelecido.

---

[20] De acordo com Anita Krug: "[t]*he management of investment companies must be seen as simply another means through which investment advisers provide services to others, different in degree but not in kind from an adviser's provision of services to institutional or individual clients, pension plans, or hedge funds. In other words, regulation should reflect that an investment adviser has a financial services relationship to investment company shareholders—a relationship that resembles the adviser's relationships to investors that engage the adviser directly (rather than indirectly, as is the case when investors buy shares of an investment company the adviser manages)*". Cf. KRUG, Anita. *Investment Company as Instrument: The Limitations of The Corporate Governance Regulatory Paradigm*. Southern California Law Review, Vol. 86, N. 2, 2013, p. 268..

[21] Cf. Art. 2º, V e IX, da Lei nº 6.385, de 1976.

[22] "*An investment fund is a professionally managed entity that pools money from investors who, in return, receive fund shares or other participation rights representing a pro rata interest in the fund, and invests that money in one or multiple assets in accordance with its investment policy*". Cf. WEGMAN, Hanneke. *Investor Protection: Towards Additional EU Regulation of Investment Funds?* Tese (Doutorado) – Universidade de Leiden, Leiden, 2016, p. 29. Disponível em: https://scholarlypublications.universiteitleiden.nl/handle/1887/38038 . Acesso em: 20.1.2021.

1.3.2 Dimensão econômica

A existência dos fundos de investimento no plano dos fatos é justificada como uma forma de facilitar a diversificação de investimentos por parte dos investidores.

Segundo a moderna teoria das finanças, um portfólio de investimento eficiente é aquele que implica no máximo retorno para um determinado nível de risco. Em outras palavras, um portfólio de investimentos é considerado mais eficiente do que outro se o investidor, expondo-se ao mesmo nível de risco em ambos, tem um potencial de retorno maior no primeiro do que no segundo. Ainda segundo o estudo das finanças, o risco de um portfólio de investimentos não é definido pela média dos níveis de risco dos ativos que o compõem, mas, sim, pela correlação entre eles, ou seja, sua predisposição em se moverem de maneira mais ou menos uniforme em sentido de alta ou baixa em dada situação. Isso significa que ativos diversos num mesmo portfólio podem mitigar os riscos esperados uns dos outros.

Assim, a diversificação de investimentos surge como o principal meio para alcançar esse balanceamento, seja pela aquisição de ativos que possuam distintas relações esperadas de risco-retorno, seja pela internacionalização dos mercados em que tais investimentos são realizados, abrandando-se, com isso, os riscos relacionados a um ativo ou mercado específicos. Embora a necessidade de diversificação de investimentos não fosse algo desconhecido dos profissionais de mercado ou mesmo dos acadêmicos, foi Harry Markowitz quem, por meio de sua Teoria Moderna do Portfólio, demonstrou empiricamente os motivos pelos quais não se deve colocar todos os ovos numa mesma cesta e como é possível lidar com esse dilema.[23]

Colocar essa teoria em prática é, no entanto, um exercício bastante desafiador, por ao menos três motivos. Primeiro, porque isso demanda conhecimento, sendo certo que nem todas as pessoas dominam as diversas habilidades exigidas para selecionar e analisar os inúmeros ativos disponíveis para aquisição no mercado. Segundo, porque isso muitas vezes representa altos custos, na medida em que o acesso a determinados investimentos mais complexos e a outros mercados em geral exige recursos mais vultosos. E, terceiro, porque há a necessidade de tempo para um constante acompanhamento da carteira de investimentos.

---

[23] A Teoria Moderna do Portfolio rendeu um Prêmio Nobel em Economia a Harry Markowitz. A relevância da contribuição de Markowitz foi assim explicada no *press release* no qual se divulgou essa premiação: *"Markowitz's primary contribution consisted of developing a rigorously formulated, operational theory for portfolio selection under uncertainty – a theory which evolved into a foundation for further research in financial economics".* Disponível em: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1990/press-release/>. Acesso em: 14.2.2021.

Fundos de investimento nascem, por consequência, como uma forma de prover os pequenos investidores com um meio de diversificar seus portfólios sem enfrentar esses e outros problemas econômicos. Não sem razão, o primeiro fundo de investimento da história, lançado na Holanda em 1774, já tinha a diversificação como um de seus principais objetivos. Seu lema, aliás, não poderia deixar mais claro o propósito a que servia: "A União Faz a Força!" [24]

Por meio do agrupamento de suas poupanças e confiando esse *pool* a um gestor profissional de recursos, os investidores conseguem acessar ativos mais complexos, estratégias de investimento mais sofisticadas, além de conseguirem partilhar os custos envolvidos nesse processo, como a remuneração do gestor e outros encargos. Esses veículos também podem prover os investidores com uma maior liquidez do que aquela que conseguiriam ter adquirido diretamente os mesmos ativos, notadamente nos casos em que se permite resgate. Os fundos teoricamente servem, ainda, como relevante ferramenta para atenuar os vieses comportamentais que se materializam, especialmente para os pequenos investidores, quando da realização direta de investimentos, já que as decisões passam a ser tomadas por um gestor profissional.

Por todas essas possíveis vantagens, Nelson Eizirik *et al* afirmam que o fundo de investimento "constitui um dos mais notáveis e democráticos instrumentos de alocação da poupança dos investidores, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro".[25] Luigi Zingales, por sua vez, chegou a defender que, diante dos benefícios trazidos pelos fundos de investimento para os pequenos investidores, os contratos celebrados entre eles e suas corretoras deveriam conter alertas a respeito dos riscos do investimento direto em valores mobiliários.[26] Já Stephen Choi foi ainda mais longe: segundo o autor, os investidores de varejo deveriam ser obrigados a investir por meio de fundos de investimento indexados.[27]

Para a economia como um todo, os fundos de investimento ajudam a canalizar dinheiro dos investidores para o mercado de capitais, em substituição a produtos bancários mais tradicionais, como o são, no contexto brasileiro, as cadernetas de poupança, ainda hoje o principal produto financeiro utilizado pelos investidores individuais.[28] Fundos de investimento

---

[24] Cf. HAZENBERG, JanJaap. *Investment Fund Governance: An Empirical Investigation of Luxembourg UCITS*. Tese (Doutorado em Finanças) – Universidade de Luxemburgo, Luxemburgo, 2012, p. 16. Disponível em: <https://orbilu.uni.lu/handle/10993/15562>. Acesso em: 14.2.2021.

[25] Cf. EIZIRIK, Nelson *et al. Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª edição. Renovar: Rio de Janeiro, 2011, p. 81.

[26] Cf. ZINGALES, Luigi. *The Future of Securities Regulation,* p. 31. Abril de 2009. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1378290>. Acesso em: 10.1.2021.

[27] Cf. CHOI, Stephen J. *Regulating Investors Not Issuers.* UC Berkeley Law and Economics Working Paper 2000 – 1, fevereiro de 2000, p. 22. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=202049>. Acesso em: 10.1.2021.

[28] Como revela a 3ª edição da pesquisa *Raio X do Investidor Brasileiro*, feita pela Anbima, no ano de 2019 os produtos financeiros mais usados pelos investidores nacionais foram: (i) caderneta de poupança (84,2%); (ii) fundos de investimento (6%); (iii) previdência privada (5%); (iv) títulos privados (debêntures, LCI, LCA, CDB)

também exercem papel fundamental no financiamento das atividades produtivas. E isso também é verdadeiro para financiamento estatal, na medida em que grande parte dos fundos possui alguma parcela de seus recursos aplicada em títulos públicos.

Por sua vez, ao se utilizar de um fundo de investimento, o profissional especializado em gestão de recursos tem a vantagem de prestar seus serviços de forma unificada, sem a necessidade de entender as necessidades de cada investidor, ao contrário do que aconteceria em uma relação individualizada. Isso ocorre porque, no caso da gestão de recursos prestada por meio dos fundos de investimento, são os próprios investidores que, ao escolherem investir em um ou outro veículo, realizam uma espécie de autosseleção, considerando, para tanto, as políticas e objetivos de investimento descritas nos documentos do fundo. Obtêm-se, assim, vantagens como economias de escala e diminuição de custos de informação e transação.

1.3.3 Dimensão jurídica

Se o conceito funcional e a dimensão econômica dos fundos de investimento são bastante conhecidos – e, em alguns casos, até intuitivos –, ainda há inúmeros mistérios que os rondam. Investidores, em geral, possuem uma certa dificuldade em compreender o que é um fundo de investimento. Nesse sentido, em pesquisa realizada com investidores de varejo brasileiros, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA verificou que: (i) os fundos de investimento ainda são desconhecidos da população; (ii) o nome "fundo de investimento" dificulta o seu entendimento; e (iii) os fundos de investimento são tidos como complexos, especulativos e voltados apenas para a alta renda.[29]

Mas, a bem da verdade, não são apenas os investidores que enfrentam tais dificuldades na compreensão dos fundos de investimento: ela também está presente no mundo jurídico – e até membros da Suprema Corte dos Estados Unidos já se confundiram ao tentar entender quem, dentre as diversas partes envolvidas na complexa operação de um fundo de investimentos, era o verdadeiro responsável por sua administração. No caso *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders*, após perguntar "*who, after all, run every 7affair of the Fund?*" e ouvir as precisas e técnicas, porém complexas, explicações dadas pelo advogado, indagou finalmente o

(5%); (v) títulos públicos (4%); (vi) ações (3%); e (vii) moedas estrangeiras (2%). Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2020.htm>. Acesso em: 14.2.2021.

[29] Os resultados da pesquisa, realizada em 2019 com 150 investidores residentes em São Paulo e Pernambuco, estão resumidos no relatório *ANBIMA DEBATE: A Jornada do Investimento em Fundos.* Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/eventos/anbima-debate-a-jornada-do-investidor-em-fundos.htm>. Acesso em: 15.2.2021.

Justice Stephen G. Breyer, com sinceridade ímpar: "- *No, you have to explain it to me more. I'm not being difficult. I understand this less well than you think I do, and I want to know. That's an obvious, naive question, and I would like an answer that anyone could understand*."[30]

Ao menos na realidade brasileira, um relevante motivo que contribui para essa confusão jurídica é que nosso olhar, forjado no sistema de *civil law,* geralmente se coloca sobre a forma legal utilizada para estruturar os fundos de investimento como veículo de ligação entre os investidores e os responsáveis contratados para tomar as decisões de investimento.

Ocorre que, a despeito de nossa predileção sobre o assunto, o fato é que a forma jurídica, embora relevante para o estabelecimento de seu regime de governança, diz muito pouco sobre o funcionamento dos fundos. Nessa mesma linha, um estudo da OCDE que mapeou a estrutura dos fundos de investimento dos países-membro dessa organização concluiu, ainda em 2001, que: "[t]*he legal structure of the CIS is only one factor determining the governance regime. CIS having the same legal form operate differently in different countries while some of those having different legal forms operate in a similar way*".[31]

Além disso, as características operacionais dos fundos de investimento têm, em uma perspectiva comparada, se tornado cada vez mais semelhantes apesar das inúmeras diferenças jurídicas ainda existentes entre os seus distintos modelos regulatórios.[32] Essa aproximação tem principalmente ocorrido, em âmbito global, por conta da coesão dos modelos regulatórios nacionais ao redor dos princípios sobre fundos de investimento emitidos pela IOSCO, notadamente aqueles consubstanciados no documento intitulado "*Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes*", elaborado em 1994.[33]

Em termos regionais, essa aproximação dos modelos regulatórios decorre de padrões instituídos com o fim de facilitar a criação e distribuição de fundos independentemente de sua forma legal, como o protótipo definido na União Europeia sobre os *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (UCITS), introduzido inicialmente em 1985, que estabeleceu um regime para a livre distribuição de fundos a investidores de varejo naquela

---

[30] *Janus Capital Group, Inc. v. First Derivative Traders,* 564 U.S. 135 (2011). Os argumentos orais e sua transcrição estão disponíveis em <https://www.oyez.org/cases/2010/09-525. Acesso em: 19.4.2021.

[31] Cf. OCDE. *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, abril de 2001. Disponível em: http://www.oecd.org/finance/financial-markets/1918211.pdf. Acesso em: 15.1.2021.

[32] Cf. BANCO MUNDIAL. *Mutual Funds in Developing Markets: Addressing Challenges to Growth*. Washington, D.C, 2015, p. 32. Disponível em: http://documents.worldbank.org/curated/en/495801467992512451/Mutual-Funds-in-Developing-Markets-Addressing-Challenges-to-Growth>. Acesso em: 15.1.2021.

[33] Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf>. Acesso em: 15.1.2021.

região; e o seu similar *Asia Region Funds Passport*, instituído em 2016 e em funcionamento desde 2019, que engloba a Austrália, Nova Zelândia, Coréia do Sul, Japão e Tailândia.

Por um lado, não há dúvidas de que a gestão de recursos é a atividade principal e a verdadeira razão para a existência de um fundo de investimento. Anita Krug explora bem esse conceito ao se referir aos fundos de investimento como "*avenues through which investors may obtain the benefit of the advisers' services and expertise*" [34]. Por outro, a estrutura operada para colocar os fundos de investimento em marcha não se resume à gestão de sua carteira. Exige-se, para tanto, a realização de diversas outras atividades bastante complexas que nem sempre são precisamente delineadas e, tampouco, são desempenhadas por uma mesma instituição.

Dentre as outras atividades sem os quais um fundo de investimento não ficaria de pé, há a custódia, que serve para garantir que o patrimônio do fundo não se misture com o dos investidores ou prestadores de serviço do fundo; a distribuição de cotas, que é o conduíte entre os investidores e os títulos representativos de participação no fundo; além de outros serviços de natureza mais administrativa, como serviços de tesouraria e a escrituração de emissão e resgate dos títulos representativos de participação no fundo, bem como de contabilidade.

Assim, as ações, cotas, *units* ou quaisquer outros títulos representativos de participação em fundos de investimento podem também ser compreendidos – talvez até de forma mais adequada – como um meio de acesso não apenas ao serviço de gestão de recursos, mas, sim, a um conjunto de serviços que são empacotados e coletivamente oferecidos aos investidores.[35]

Na prática, portanto, um fundo acaba sendo operado por um conjunto de diversas instituições, cada uma delas ficando responsável por exercer alguma das atividades necessárias ao funcionamento do fundo. Essas instituições são engajadas a partir de um complexo arranjo contratual que muitas vezes envolve uma ou mais camadas de terceirização a prestadores de serviço especializados no exercício de determinadas funções – e não é raro que estes prestadores de serviço não estejam relacionados entre si e nem mesmo sujeitos à regulação. Na Seção 2.6., explica-se mais detalhadamente como isso ocorre em diferentes modelos regulatórios.

1.4 Dissociação entre fundos de investimento e gestores

A estrutura dos fundos de investimento tem por alicerce fundamental a concentração de um portfólio de ativos, seja ele composto de valores mobiliários, moedas ou outros tipos de

[34] Cf. KRUG. Op. Cit., p. 313.
[35] Cf. DeMOTT, Deborah. *Fiduciary Contours: Perspectives on Mutual Funds and Private Funds*, p. 3. 2016. Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3619/>. Acesso em: 15.2.2021.

títulos de participação ou dívida, em um veículo – isto é, o fundo –, que emite títulos que asseguram ao seu proprietário o direito a uma participação proporcional ao seu patrimônio, os quais são subscritos ou adquiridos pelos investidores – ou seja, os cotistas. [36]

Uma característica essencial dessa estrutura é que a condução das operações desse veículo não é feita internamente, por sua administração, e nem mesmo por seus cotistas. Afinal, esses veículos não possuem administradores nem mesmo empregam funcionários; [37] e, em muitos países, como no Brasil, os fundos sequer têm personalidade jurídica, muito embora sejam um patrimônio separado, ou seja, uma universalidade patrimonial autônoma.[38]

As atividades desse veículo, na verdade, são conduzidas externamente por uma pessoa jurídica – os gestores –, que, essa sim, não só possui seus administradores e quadro de funcionários, como também emite seus próprios títulos de participação e dívida. Além de terem administradores e funcionários que conduzem suas atividades, as pessoas jurídicas que atuam como gestores de fundos de investimento são empresas que possuem sócios – e esses sócios, na maior parte dos casos, não são as mesmas pessoas que investem naquele veículo de investimento. Não raro, tais pessoas jurídicas – os gestores – são também companhias abertas.

Também não é incomum que os gestores façam parte de um conglomerado composto por pessoas jurídicas distintas que prestam serviços financeiros diversos, seja no âmbito do mercado financeiro em geral, como bancos comerciais, seja no mercado de capitais, como distribuição, análise ou consultoria de valores mobiliários. Essas pessoas jurídicas que integram o conglomerado financeiro, em muitos casos, são contratadas para prestar alguns desses serviços ao próprio fundo de investimento sob responsabilidade daquele gestor. E nada impede que também elas sejam companhias abertas, com seus próprios conjuntos de investidores.

Gestores concebem e figuram nessa posição concomitantemente para diversos fundos de investimentos, que em regra compartilham o nome do respectivo gestor; assim, cada gestor opera o que no jargão financeiro internacional se denomina de família ou complexo de fundos.

---

[36] Com as devidas adaptações, a explanação desta seção está primordialmente baseada em: MORLEY, John. *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation. The Yale Law Journal*, Vol. 123, Nº 5, 2014), p. 1232 e seguintes. Disponível em: <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5621&context=ylj>. Acesso em: 11.3.2021.

[37] Como se verá na Seção 2.6.2, os *mutual funds* americanos possuem um Conselho de Administração, embora a condução do fundo seja feita externamente por um gestor (o *Investment Adviser*).

[38] Segundo a definição de Milena Donato Oliva: "[o]s fundos de investimento configuram, no ordenamento brasileiro, patrimônio separado, de titularidade dos quotistas ou da administradora. Cuida-se de universalidade patrimonial autônoma, que não se confunde com o patrimônio geral dos quotistas ou da administradora. Opera-se a unificação ideal de situações jurídicas subjetivas, mediante a criação de novo objeto de direito, com o escopo realizar a função a que se propõe a constituição do fundo". Cf. OLIVA, Milena Donato. *Indenização Devida "Ao Fundo de Investimento":* Qual Quotista Vai ser Contemplado o Atual ou o da Data do Dano? *Revista dos Tribunais*, vol. 904, 2011, p. 74.

Cada um desses fundos, no entanto, possui seu próprio conjunto de cotistas – e esses cotistas, na maioria dos casos, não possuem o direito de influenciar categoricamente a direção do fundo de investimento em que colocaram seu dinheiro, tarefa que cabe ao gestor. Ainda que limitados por um mandato previamente estabelecido que define como os recursos do fundo de investimento devem ser alocados, gestores usualmente possuem ampla discricionariedade para, observados esses limites, dirigir as atividades dos veículos como entenderem mais adequado.

A essa singular construção, que está refletida em inúmeras jurisdições e na maior parte dos veículos que se entende como integrantes do amplo gênero dos fundos de investimento, John Morley denominou, em artigo seminal, de dissociação entre fundos e gestores ("*separation of funds and managers"*), em parcial analogia à expressão há muito solidificada por Adolf Berle e Gardiner Means em relação às companhias, em seu clássico estudo.

Por esse prisma, fundos e companhias partilham essencialmente de uma característica comum, qual seja, a dissociação entre a propriedade e o controle. Contudo, tal característica se materializa de maneira mais extrema nos veículos de investimento coletivo, uma vez que a transferência do poder de mando – dos cotistas para os gestores – pode até mesmo ser, e muitas vezes é, integral.[39] Nesse sentido, diante desse aspecto central da estrutura de um fundo de investimento, esse veículo, de acordo com John Morley, "*is not simply an enterprise that holds 'investments' – it is an enterprise that holds investments in a particular way*".[40]

Ainda que não por essa expressão, a dissociação entre gestores (e seus respectivos sócios) e os fundos (e seus respectivos cotistas) é um efeito há muito conhecido pelos estudiosos dos veículos de investimento coletivo. No entanto, uma das contribuições de John Morley para a literatura foi o de posicionar o mencionado fenômeno como uma característica fundamental que permeia o gênero dos fundos de investimento. Para além disso, e o que talvez seja ainda mais relevante, o autor também identificou em tal fenômeno um dos principais responsáveis por viabilizar os benefícios usualmente atribuídos aos veículos de investimento coletivo.

Em primeiro lugar, porque, como explica o professor, esse modo de organização da indústria de fundos faz com que não haja confusão entre os direitos e obrigações do veículo de investimento, de um lado, e os direitos e obrigações de seus gestores, de outro. A existência de duas entidades distintas permite que os cotistas dos fundos de investimento tenham exposição

---

[39] A depender da carapuça legal do fundo de investimento em determinado ordenamento, é possível que os investidores não tenham sequer direito de voto em relação a nenhuma matéria relacionada às suas atividades. Essa é uma característica que pode estar presente, em especial, nos fundos de investimento que assumem roupagem jurídica de natureza contratual, e não societária.

[40] Cf. MORLEY, John. *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, p. 1232.

limitada aos riscos das atividades desenvolvidas pelo gestor – ou mesmo de suas partes relacionadas nos casos, muito comuns, em que este faz parte de um conglomerado financeiro.

Materializa-se, em teoria, uma espécie de blindagem entre os patrimônios dos investidores, de um lado, e dos gestores, de outro – aspecto de grande relevância por isolar aqueles dos riscos das atividades destes, o que é especialmente importante nos casos de eventual estado falimentar ou recuperacional dos gestores. Com efeito, como ensina Paul Mahoney, é justamente a busca por essa *separação patrimonial* ("*asset partitioning*") que justifica insular os recursos dos investidores em um veículo à parte do gestor e, também, o que motiva a criação de veículos distintos em uma família de fundos sob a responsabilidade de um mesmo gestor. [41]

Em segundo lugar, John Morley entende que a dissociação entre gestores e fundos é eficiente e desejável, pois dessa estrutura, que possibilita que grupos distintos de pessoas invistam nos fundos e no gestor, decorre que os cotistas dos veículos de investimento: (i) não sejam beneficiados ou afetados pelo lucro ou prejuízo do gestor, e sim somente pela performance do próprio fundo; e (ii) não possuam o direito de residualmente influenciar, a não ser que de outro modo acordado, na administração e na condução das atividades das empresas gestoras.

Combinadas, as consequências jurídicas e econômicas decorrentes desse aspecto estrutural acabam por restringir a influência dos cotistas sobre os gestores e, ao mesmo tempo, limitam a exposição daqueles aos benefícios e riscos dos direitos e obrigações destes. Segundo a teoria desenvolvida por John Morley, três razões fazem com que esses efeitos sejam desejáveis aos investidores e ainda levem a uma maior eficiência na indústria de fundos.

A uma, porque os cotistas de fundos abertos em geral possuem um forte direito de saída via resgate, ao passo que, em outros tipos de fundos em que esse direito é limitado ou inexiste, os investidores comumente contam proteções contratuais mais complexas e, principalmente, com sistemas de incentivos baseados em performance; logo, a perda de controle sobre as atividades do fundo e do gestor, em tese, é contrabalanceada por esses aspectos.

A duas, porque o objetivo dos cotistas é o de se sujeitar apenas à variação do preço dos valores mobiliários, moedas, títulos públicos e outros ativos que integram a carteira do fundo. Dito de outro modo, os investidores que aportam recursos nos fundos de investimento buscam

---

[41] Na explicação do autor: "[t]*he assets in any given mutual fund must be insulated from those of other mutual funds in the same complex and from the operations and associated risks of the management company and other firms that provide services to the fund. The simplest approach is to put each mutual fund's assets into a separate corporation, trust, or other legal entity that engages in no activities other than acquiring, holding, and selling investment assets and issuing and redeeming its own shares or other ownership interests.*" Cf. MAHONEY, Paul. *Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds.* Journal of Economics Perspectives (Forthcoming), 2004, p. 4. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=521422>. Acesso em: 11.3.2021.

se expor somente aos riscos e benefícios relacionados aos ativos que compõem a carteira do veículo, e não àqueles decorrentes dos negócios dos gestores. O fenômeno da dissociação entre fundos e gestores permite que esse objetivo seja facilmente atingido.

A três, a dissociação entre fundos e gestores é também considerada eficiente porque esse modelo organizacional leva à economia de escala e de escopo na gestão simultânea de uma família de fundos de investimento. Nesse modelo, as informações obtidas pelos gestores podem ser aproveitadas para toda a família de fundos sob sua responsabilidade. Assim, os gestores não precisam incorrer, para cada um desses veículos, nos custos necessários para a coleta, geração e análise de dados relativos a valores mobiliários e aos seus emissores.

Adicionalmente, cabe ainda mencionar que a própria existência de uma família de fundos pode ser benéfica ao investidor por reduzir seus custos de busca e seleção. Afinal, a marca estampada no nome de um fundo já sinaliza, em si mesma, muita informação, na medida em que os investidores conseguem, de pronto, identificar qual é o gestor do veículo.

A excelência do particular modelo de organização dos fundos de investimento não é, porém, unânime entre os pesquisadores. John Bogle foi um dos principais críticos à mencionada separação. Em diversos artigos e entrevistas, o fundador da gestora de recursos Vanguard, criada em 1974 e inventora do primeiro fundo de índice, expressou sua percepção de que essa forma de estruturação dos fundos de investimento e de seus gestores trazia sérios prejuízos para os investidores, cujos interesses seriam deixados de lado por conta dos interesses dos sócios dos gestores.[42] A Vanguard é uma das poucas gestoras que adota um modelo alternativo de organização (as ações de emissão dessa gestora são detidas por seus próprios fundos), embora, para John Morley, esse modelo seja bastante semelhante ao tradicional, ao menos, na prática. [43]

O professor da Universidade de Columbia e crítico do sistema financeiro norte-americano Louis Lowenstein foi outro que engrossou, em muito, as censuras a essa organização – basta ler o título de seu provocativo livro: "*The Investor's Dillema: How Mututal Funds are Betraying Your Trust and What to do About It*". Em seu entendimento, a adoção do modelo de segregação entre fundos e investidores foi o início – e, talvez, o passo mais importante – do que ele chamou de rachadura na boa ideia que os fundos abertos representavam quando de seu

[42] Cf. BOGLE, John. *Re-Mutualizing the Mutual fund Industry-The Alpha and the Omega*. Boston College Law Review, Volume 45, Edição 2, Nº 2, 2004, p. 392. Disponível em: <https://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol45/iss2/3/>. Acesso em: 11.3.2021.
[43] Cf. MORLEY, John. *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, p. 1276-1278.

surgimento por meio do Massachusetts Investors Trust (MIT), o primeiro veículo desse tipo, criado em 1924, e que originalmente adotava um modelo de gestão internalizada.[44]

De todo modo, a despeito dos elogios e das críticas dirigidas a essa estrutura, o fato é que ela continua a ser a regra, seja nos Estados Unidos, no Brasil e em grande parte dos países que possuem instrumentos que, em geral, considera-se como sendo fundos de investimento.

1.5 Conflitos de agência: um problema inerente à estrutura dos fundos

1.5.1 A teoria da agência como chave de análise

Se, por um lado, a peculiar estrutura assumida pelos fundos de investimento é considerada um arranjo eficiente para promover a coletivização da prestação do serviço de gestão de recursos de terceiros, não é possível ignorar, por outro, que essa complexa forma de organização traz implicações jurídicas e econômicas que efetivamente trazem riscos e podem ser prejudiciais àqueles que aportam seus recursos nesses veículos. E nem mesmo o seu grande defensor discorda dessa colocação. Ao contrário, John Morley é enfático ao afirmar que "[t]*hough this pattern of organization is often efficient in investment funds, it is nevertheless often imperfect and it poses an array of serious problems that call out for regulation."*[45]

Esses sérios problemas podem ser analisados por meio de lentes diversas. Aqui, em linha com o que parece ser a maneira mais proeminente de se enxergar a situação na indústria de fundos, em especial em uma perspectiva comparada, adota-se como chave de análise a teoria dos problemas de agência ("*agency problems"*) ou problemas representado-agente ("*principal-agent problem"*).[46] Embora essa matriz seja muito manejada no contexto societário, ela se

---

[44] Nesse sentido: "[t]*imes change, markets evolve, and one size, even if cut from such excellent cloth as MIT, will not fit all. As the industry grew, the inherent conflicts of interest came to the fore, overwhelming the sense of trusteeship that had infused the early days. Several distinct pressures were at work, as fund managers, seeing the growth, went about creating really good businesses for themselves. First, substantially all the fund managers gravitated away from the trusteeship model of MIT, using instead a structure whereby the funds would be managed by a separate, external corporation, owned by the managers. These management companies would provide not just advisory services but also the ancillary distribution, administration, and marketing functions. These were, of course, seen as profit centers, not merely service centers. The managers had their eyes on an eventual sale of their companies at prices that would enable them to harvest a handsome capital gain based on a substantial multiple of their profits*". Cf. LOWENSTEIN, Louis. *The Investor's Dillema: How Mututal Funds are Betraying Your Trust and What to do About It*. New Jersey: Wiley, 2008, pp.13-14.

[45] Cf. MORLEY, John. *Why Do Investment Funds Have Special Securities Regulation?*. 2019. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3375450. Acesso em: 11.3.2021.

[46] O significado dos termos em vernáculo, como "representado" e "agente", são explicados no decorrer deste texto e foram extraídos de KRAAKMAN *et al.* Op. Cit., especialmente pp. 79-110.

aplica e é útil para inúmeras outras situações, como já alertavam Michael Jensen e William Meckling, grandes impulsionadores da teoria da agência ("*agency theory*").[47]

Em linhas gerais, uma relação de agência ("*agency relationship*") surge quando uma pessoa ou um conjunto de pessoas (o representado ou "*principal*") entra em uma relação com outra parte (o agente, representante ou "*agent*"), implicando em algum tipo de delegação de poder de decisão do representado para o agente.[48] Ou, dito de outro modo, essa relação existe quando um representado depende e é afetado por ações tomadas por um agente.

Partindo do pressuposto econômico de que todas as pessoas perseguem a maximização de sua própria utilidade, há claros motivos para desconfiar que os segundos nem sempre atuarão no melhor interesse dos primeiros. Assim, o problema decorrente de uma relação de agência reside justamente em criar incentivos fortes o suficiente para que o agente utilize a autoridade que lhe é concedida pelo representado em proveito deste, e não no seu próprio interesse. [49]

Esse problema se torna mais complexo com a constatação de que, em regra, o agente possui mais e melhores informações a respeito dos assuntos de interesse do representado do que ele próprio, o qual, por sua vez, tem à sua disposição somente meios limitados para aferir a correção da atuação do agente e se ela corresponde àquilo que dele se espera. Há uma assimetria de informações entre representado e agente – e, às vezes, também uma assimetria de poder.

Nesse contexto, o agente tem incentivos para atuar de forma oportunista, seja prestando serviços de má qualidade, seja direcionando para si aquilo que deveria ser auferido pelo representado. Para lidar com essa situação e buscar um melhor alinhamento de interesses com o agente, o representado pode lançar mão de distintas técnicas, como por exemplo obrigar o agente a prestar contas periodicamente, sujeitar determinadas ações do agente à prévia decisão ou à ratificação do representado, dentre inúmeras outras estratégias disponíveis.

Ocorre, porém, que há custos de agência ("*agency costs*") envolvidos em quaisquer mecanismos eventualmente adotados pelo representado, como aqueles necessários para o contínuo monitoramento da conduta do agente – é, assim, virtualmente impossível que o representado consiga assegurar a custo zero que o agente atue estritamente em linha com a conduta desejada. E esses custos, como ensinam Reiner Kraakman *et al*, elevam-se à medida da complexidade das ações atribuídas e ao grau da discricionariedade concedida ao agente.[50]

---

[47] Cf. JENSEN, Michael; MECKLING, Willian. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, 1976, p. 6. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=94043>. Acesso em: 11.3.2021.
[48] Cf. Ibid, p. 5.
[49] Cf. KRAAKMAN *et al.* Op. Cit., p. 79.
[50] Cf. Ibid., p. 80.

Os contornos da problemática situação não param por aí. Pelo contrário, os mesmos autores ensinam ainda que a existência de diversos representados em uma mesma relação de agência adiciona uma complexidade adicional ao já intrincado cenário, notadamente se eles tiverem interesses distintos entre si, ou seja, se não houver plena coesão em suas preferências. Isso porque, nesse caso, esses diferentes representados incorrerão, também, em custos de coordenação ("*coordination costs*") para lidar com a conduta do agente. E, quanto mais difícil for essa coordenação, a tendência é que mais poderes sejam transferidos ao agente, bem como que aumentem as complicações para o controle de sua atuação por parte dos representados. Em suma, portanto, mais representados geralmente levam à maiores custos de agência.

A teoria da agência, em suas mais diversas variedades (como econômica, política e sociológica), é um modelo geral de análise das estruturas e relações sociais que coloca luz tanto sobre como os problemas de agência podem se concretizar em certo contexto, quanto sobre os instrumentos disponíveis para a mitigação e controle dos potenciais e efetivos desalinhamentos de interesse entre as partes que compõem determinada relação.[51] Nessa perspectiva, as relações de agência, e os problemas e custos a ela inerentes, podem ser encontradas em companhias abertas, em fundos de investimento, na política, em relações trabalhistas, ou seja, estão presentes em quaisquer cenários que envolvam esforço cooperativo entre duas ou mais pessoas.

Nesse sentido, a constatação de que determinada estrutura econômica, social ou política se traduz em uma relação de agência e, logo, traz consigo problemas e custos, não é uma forma de caracterizar essa estrutura como inerentemente corrompida. Ao contrário, a figura do agente surge porque o representado dele depende para o desempenho de tarefas que, sozinho, não teria como ou até mesmo não quer realizar, por limitações de conhecimento, por conta de economias de escala ou escopo que o agente pode providenciar, enfim, por quaisquer outras razões que justifiquem uma pessoa engajar outra para exercer atividades em seu próprio interesse. Por isso, em geral, é mais vantajoso para ambas as partes incorrerem nos custos de agência, do que simplesmente abandonar essa relação representado-agente.[52]

---

[51] Para uma revisão sobre como essa teoria se desenvolveu em diversos campos acadêmicos, v. KISER, Edgard. *Comparing Varieties of Agency Theory in Economics, Political Science, and Sociology: An Illustration from State Policy Implementation*. Sociological Theory, Vol. 17, Nº 2, 1999, pp. 146-170. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/202095?seq=1>. Acesso em13.3.2021.

[52] Cf. SOUZA, Raphael Pereira. A Governança nos Fundos de Investimento e o Novo Marco Regulatório: Uma Análise dos Custos de Agência. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais [*Revista dos Tribunais Online*], vol. 75, jan-mar 2017, p. 7.

1.5.2 Assimetrias informacional e de poder nos fundos de investimento

Não há dúvidas de que o vínculo que se estabelece entre os gestores, de um lado, e os cotistas dos fundos de investimento, de outro, representa uma relação de agência. Nesse cenário, os primeiros assumem a posição de agentes, ao passo que os segundos são os representados dessa relação. E, como quaisquer outras desse tipo, a associação desenvolvida entre gestores e cotistas inerentemente embute potenciais desalinhamentos de interesse entre eles.

Nesse sentido, vale transcrever o entendimento da OCDE: [53]

> **The CIS sector is characterized by complex agency relationships as well as asymmetry in market power and information. The risk is present that some participants in the collective investment process will abuse agency relationships.** In the simplest case, without proper safeguards operators of a CIS could misrepresent the assets in the portfolio or the value of the portfolio or make false representations concerning the investment strategy that will be followed or the risks involved. There are instances where such problems arose owing in part to the absence of adequate investor protection frameworks.
>
> **In addition to outright fraud and misrepresentation, there is the risk of conflict of interest (or "agency problems").** Even if investment management companies had no ownership linkages to other financial institutions, CIS operators might manage assets in their own interest rather than the investors'. The manager might charge the highest possible fees for services or may also seek to attract as many investors into the fund, even if this results in the fund becoming too large for efficient asset management. In executing the investment strategy, the investment manager might take excessive risk or may hold a portfolio that is nearly identical to the benchmark index in order to avoid under-performing the index. Cases of conflict of interest are likely to be less clear cut than those involving fraud.
>
> Potential conflicts are even greater in practice since most CIS are affiliated with other financial institutions. Even in cases where the CIS is legally a free-standing legal entity, such as a corporation or a trust, typically all of the facilities of the fund belong to the asset management company and typically all managers of the fund are employed and compensated by the asset management company.
>
> **The abuse of agency relationships could occur in many ways.** (negritos nossos)

Na literatura econômica, os problemas de agência que se colocam nesse específico contexto são geralmente analisados na linha de pesquisa que investiga os efeitos micro e macroeconômicos da gestão delegada de portfólio ("*delegated portfolio management"*), que pode ser tanto individual, quando os investidores entregam recursos individualmente aos

[53] Cf. OCDE. *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, pp. 9-10.

gestores, ou coletiva, nos casos em que isso é feito por diversos investidores coletivamente; os fundos de investimento e de pensão são os principais exemplos dessa última modalidade.

Na medida em que atualmente a maior parte dos recursos que fluem para os mercados não são geridos diretamente pelos investidores, mas sim por gestores profissionais (em especial, via fundos de investimento), o Banco Central Europeu já declarou que a gestão delegada de portfólio "*is arguably one of the most important agency relationships intervening in the economy, with a possible impact on financial market and economic developments at a macro level*".[54] Com efeito, considerando que grande parte das decisões de investimento não são mais tomadas por uma larga quantidade de investidores dispersos e independentes entre si, e sim por um número restrito de gestores, esses concentram um enorme poder e, ao menos potencialmente, possuem tamanho e escala suficientes para influenciar no movimento dos mercados.

Como mencionado, a essa nova realidade costuma-se chamar na literatura internacional de capitalismo de agência, a fim de se ressaltar que, nos dias atuais, o cenário predominante, notadamente no mercado de capitais, não é mais aquele de pequenos investidores individuais dispersos, tal como no tradicional modelo de Adolf Berle e Gardiner Means, mas, sim, o de gigantes como BlackRock, Vanguard e State Street – as "*The Big Three*" – que dominam a base acionária de muitas das companhias listadas mundo afora e concentram a maioria do fluxo de novos recursos que são direcionados para a indústria de gestão de recursos; movimento esse que tende a se expandir ante ao franco crescimento dos fundos passivos.[55]

Diante desse novo paradigma, os acadêmicos têm destacado que alguns elementos estruturais dos fundos de investimento e do modo de organização dessa indústria fazem com que a potencialidade dos problemas de agência nesse contexto seja bastante aguda. Um ponto de partida usualmente adotado para ilustrar essa afirmativa reside na constatação de que a assimetria informacional que se coloca entre os gestores e os cotistas é muito acentuada.[56]

No que diz respeito aos fundos de investimento, assim como em outras relações de agência, a assimetria informacional entre agentes e representados decorre da existência dos

---

[54] Cf. BCE. *Delegated Portfolio Management: A Survey Of The Theoretical Literature*. Working Paper Series Nº. 520, 2005, p. 7. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp520.pdf>. Acesso em: 15.3.2021.

[55] Para dados do crescimento das *The Big Three* no mercado norte-americano e de seu impacto, v. BEBCHUK, Lucian. HIRST, Scott. *The Specter of the Giant Three*. Boston University Law Review, Vol. 99, 2019, pp. 721-741. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3385501>. Acesso em: 15.3.2021.

[56] Sobre a importância da informação na economia e o desenvolvimento do campo da economia da informação ("*economics of information*"), v. DIAS, Luciana. *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: um Estudo Empírico das Transações com Partes Relacionadas.* Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017, especialmente pp. 15-69.

custos de transação incorridos pelos investidores para se informar adequadamente sobre a conduta dos gestores e acerca do desempenho dos fundos de investimentos. Esses custos de transação, no âmbito da indústria de fundos de investimento, são ampliados por dois fatores inter-relacionados e bem conhecidos: (i) a limitação dos investidores em coletar e processar essas informações; e (ii) a reduzida habilidade dos investidores de compreender as informações reunidas e processadas a respeito dos gestores e dos fundos de investimento.

Outra marcante característica, tida pelos acadêmicos como potencializadora dos conflitos de agência entre investidores e gestores, e que é bem mais latente no caso de fundos de gestão ativa, diz respeito ao fato de que também há uma assimetria de poder entre cotistas e gestores. Essa é uma característica essencial porque é justamente a transferência de autoridade sobre as decisões para o gestor e, consequentemente, a perda de autonomia do investidor, o que se busca com esse instrumento – aqueles que decidem aportar recursos em fundos de investimento, afinal não querem gerir o seu próprio patrimônio e, assim, preferem delegar essa tarefa a pessoas especializadas, seja por ausência de conhecimento, seja por falta de vocação, ou seja, ainda, porque o investidor entende que um profissional especializado está mais apto para tomar decisões de investimento em seu nome.

Assim sendo, ao subscreverem ou adquirirem cotas de um fundo, os investidores transferem para o gestor o poder de decidir como seus recursos serão alocados. É possível que existam diferentes níveis de discricionariedade nessa delegação: a depender dos termos contratuais acordados, o investidor pode, em maior ou menor escala, reter algum grau de autoridade sobre as decisões de investimento relativas aos seus recursos; mas, em qualquer caso, há alguma transferência de poder dos investidores para os gestores.

É fato que os cotistas possuem meios para saber de antemão, por conta dos documentos constitutivos do fundo e em razão das balizas previstas na regulamentação, quais são os tipos de ativos e em que limites (máximos ou mínimos) o gestor está autorizado a alocar tais recursos; mas isso, pelos motivos acima mencionados, não necessariamente significa dizer que eles efetivamente compreendem essas informações. Sem prejuízo disso, esses parâmetros geralmente trazem uma larga margem de discricionariedade para que os gestores decidam como efetivamente gerenciar essa carteira de ativos. Assim, nesses casos, os investidores transferem total, ou quase integralmente, para os gestores o poder de decisão sobre a futura aplicação desses recursos, restando-lhes acompanhar, posteriormente, os efeitos dessas decisões.

Nesse sentido, há larga conexão entre a assimetria informacional e a de poder. Dada a complexidade de suas tarefas, o acompanhamento das decisões do gestor e a avaliação da

performance do gestor comparativamente à de seus pares no mercado – por meio da comparação da rentabilidade de fundos de investimento semelhantes geridos por outros profissionais, por exemplo – é extremamente intricada. Parte dos retornos de um fundo não são tão dependentes das habilidades do gestor, estando correlacionadas a elementos que afetam o mercado como um todo; distinguir esses elementos uns dos outros, naturalmente, se mostra algo consideravelmente complexo.

Por isso, como a informação necessária para o que os cotistas acompanhem as decisões dos gestores pode não estar disponível, ou pode estar somente de uma forma não periódica ou até mesmo imperfeita, é difícil ou mesmo impossível que os cotistas, enquanto representados, consigam observar a conduta de seus agentes – isto é, os gestores. Logo, a assimetria de poder está conexa à assimetria informacional porque, muitas vezes, a conduta dos gestores não é bem compreendida ou mesmo sequer é observável pelos cotistas.

Todos os pontos acima devem ainda ser temperados pelo fato de a relação de agência consubstanciada nos fundos de investimento ter outra particularidade: a presença de múltiplos representados. Por serem veículos de investimento coletivo, um fundo geralmente representa uma relação de agência que, de um lado, envolve um gestor e, de outro, inúmeros cotistas, o que faz emergir os pontos anteriormente delineados a respeito da existência de custos de informação e de coordenação entre eles, o que, ao final, intensifica os custos de agência.

1.6 Incentivos adversos na indústria de fundos de investimento

Muitos trabalhos exploram como os conflitos de agência podem se concretizar nos veículos de investimento coletivo. Um deles foi um estudo realizado pela IOSCO, intitulado "*Conflicts of Interests of CIS Operators*", de 2000.[57] Partindo da observação de que o fenômeno da dissociação entre gestores e fundos "*gives rise to potential conflicts between the self-interest of CIS operators and interests of investors in CIS*", a entidade realizou uma detalhada análise sobre como esses problemas poderiam ocorrer.[58] O objetivo desse relatório era dar aos países um ponto de partida para pensarem e avaliarem sua própria regulação sobre o tema.

Nesse estudo, a IOSCO identificou oito contextos principais em que os desalinhamentos de interesses poderiam levar os gestores a perseguir interesses próprios ou de terceiros, em

---

[57] Cf. IOSCO. *Conflicts of Interests of CIS Operators*. 2000. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>. Acesso em: 16.3.2021.
[58] Cf. Ibid., p. 3.

detrimento ao melhor interesse dos cotistas. A entidade separou essas situações em dois grandes grupos por razões apenas expositivas, já que há alguma sobreposição entre eles.

No primeiro conjunto, que engloba os potenciais conflitos presentes quando da realização de investimentos em nome do fundo, são citados os seguintes cenários: (i) transações envolvendo o fundo, de um lado, e partes a ele relacionadas, de outro; (ii) transações do fundo em utilizados intermediários que são suas partes relacionadas; e (iii) transações com terceiros em que o fundo e partes relacionadas atuam do mesmo lado.

Por sua vez, no segundo conjunto de circunstâncias que podem ensejar conflitos de interesse na indústria de fundos, que abarca todas as outras situações não diretamente relacionadas às decisões de investimento tomadas em nome do veículo, foram enumerados os seguintes contextos: (iv) taxas e encargos cobrados do fundo; (v) uso dos ativos do fundo para sua propaganda; (vi) remuneração de empregados dos prestadores de serviço do fundo e transações feitas por esses empregados; (vii) seleção de prestadores de serviço que não são independentes do gestor do fundo; e (viii) operações proprietárias do gestor do fundo.

Para além do geral pressuposto econômico de que os agentes são maximizadores de sua própria utilidade, quais são os principais incentivos adversos que, na indústria de fundos, podem fazer com que os prestadores de serviço de um fundo persigam interesses próprios em detrimento dos cotistas desses veículos? Em outras palavras, o que explica esses conflitos? Ainda que uma resposta definitiva a essas perguntas seja provavelmente impossível (não só pela dinâmica e constante evolução da indústria, como também porque dependeria de um estudo segregado para cada um desses participantes), vale dizer que a literatura já se arvorou em identificar alguns desses incentivos, em especial, no caso de gestores.

Talvez ninguém tenha melhor articulado as razões que podem dar azo aos desalinhamentos de interesses entre gestores e cotistas, de maneira abrangente e à luz da teoria da agência, do que Chester Spatt, que figurou como economista-chefe e titular da área de análises econômicas da SEC entre 2004 e 2007. Em um discurso proferido em 2005,[59] bem como em recente texto intitulado "*Conflicts of Interest in Asset Management and Advising*",[60] de dezembro de 2020, o economista perpassa pelos principais pontos que podem levar gestores a perseguirem incentivos não condizentes com as melhores escolhas para os cotistas dos fundos.

---

[59] Cf. SPATT, Chester. *Conflicts of Interest in Asset Management*. 2005. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/spch051205css.htm>. Acesso em: 13.3.2021.

[60] Cf. SPATT, Chester. *Conflicts of Interest in Asset Management and Advising*. Annual Review of Financial Economics, Vol. 12, 2020. Disponível em: <https://www.annualreviews.org/doi/abs/10.1146/annurev-financial-110118-123113?journalCode=financial>. Acesso em: 14.3.2021.

Para o autor, há pelo menos três principais fontes para os problemas de agência que se corporificaram na relação entre gestores e cotistas, quais sejam, o formato da remuneração paga por esses àqueles por seus serviços; diferenças nas preferências de risco entre gestores e cotistas; e a importância relativa conferida pelos gestores aos diferentes fundos que gere simultaneamente. Além desses pontos, pode-se também mencionar, como uma quarta potencial fonte, os conflitos relativos a outros serviços prestados pelo conglomerado financeiro do gestor.

Embora esses aspectos possam ser mencionados separadamente para fins teóricos, todos se mostram dimensões do mesmo fenômeno da dissociação entre gestores e fundos e, por isso, na prática, há grande sobreposição entre eles, como se perceberá adiante.

Desde já, cumpre registrar que o entendimento desses pontos é relevante sobretudo porque, como se explicará nos próximos capítulos desse trabalho, o que fundamenta o dever de fiscalização que o regime jurídico brasileiro atribui ao administrador dos fundos de investimento é justamente o reconhecimento de que tais incentivos podem levar o gestor do fundo a atuar de maneira não alinhada aos melhores interesses dos cotistas desses veículos.

1.6.1 Remuneração

A remuneração dos agentes – e, mais precisamente, o seu formato – talvez seja o núcleo da teoria da agência em diversos contextos; e não é diferente com a indústria de fundos de investimento. A relevância desse tema está ligada ao fato de que o modelo de remuneração de um agente pode ser um efetivo meio para mitigar os problemas de agência e servir de relevante instrumento para promover o alinhamento de interesses entre representados e agentes. Contudo, o oposto também é verdadeiro: um modelo inadequado de remuneração ("não-ótimo", na linguagem dos economistas) pode ser o principal gerador de conflitos de agência nessa relação.

No caso dos fundos de investimento, não há dúvidas de que os gestores devem ser recompensados por seus serviços, e tampouco que o nível dessa remuneração deve equivaler, ao menos, àquilo que ele poderia receber em sua melhor alternativa à prestação desse serviço ("*participation constraint"*). Por outro lado, alguns autores enxergam no modelo de remuneração dos gestores hoje predominante uma importante fonte de conflitos de agência.[61]

[61] Nesse sentido: [t]*he organizational structure of an investment funds inherently embodies a conflict of interest between the interest of the fund investors and the fund manager managing the fund. This conflict particularly arises because part of the fund manager's fees is paid by the fund, which reduces investor's returns. Fund managers typically receive a fee to compensate for the manager's services and serve as revenue for the manager's owners. Because the level of fees paid to the manager represents its revenue from the fund, the fund manager has an incentive to maximize this revenue which could conflict with the goal of investors to reduce fees. In addition, it might lead to excessive risk-taking by the fund manager in an attempt to enhance the fund's performance and,*

A principal razão para isso reside no fato de que os gestores são pagos às custas dos recursos que compõem o patrimônio do fundo de investimento. Dito de outro modo, isso significa que quanto maior for a remuneração dos gestores, menor será o patrimônio do fundo e, potencialmente, menor será sua rentabilidade – o que, aliás, é verdadeiro para quaisquer encargos que sejam cobrados diretamente do veículo. Assim, uma primeira grande divergência de interesses entre gestores e cotistas está justamente relacionada a esse aspecto: enquanto os primeiros naturalmente buscam elevar seus ganhos por meio da taxa que cobram dos cotistas (por intermédio do fundo), os cotistas, por óbvio, querem pagar o menos possível.

Outra dimensão desse mesmo ponto, talvez mais relevante que a primeira, é como a remuneração dos gestores é calculada. Nas mais diversas jurisdições, o principal método utilizado para remunerar os gestores consiste no pagamento de uma taxa de administração periódica, computada através de uma simples equação que envolve a aplicação de um percentual pré-definido sobre o valor do patrimônio líquido do fundo ("*management fee"*). Considerando essa metodologia, matematicamente há apenas duas variáveis que podem ser ajustadas para possibilitar ao gestor um crescimento em seus ganhos: ou eleva-se o percentual; ou aumenta-se o patrimônio do fundo. Em qualquer caso, o gestor terá uma maior remuneração.

Se, por um lado, a primeira alternativa possivelmente encontra uma maior e natural resistência dos cotistas, por outro, a segunda pode ser implementada sem necessariamente depender da concordância dos investidores do fundo. Isso porque, em suma, há duas principais maneiras para tanto: o patrimônio de um fundo de investimento pode aumentar, primeiro, como uma consequência da elevação dos preços dos ativos constantes na carteira do veículo; ou, segundo, à medida em que os cotistas, antigos ou novos, aportarem mais dinheiro no fundo.

Como auferir retornos constantes acima da média de mercado não é uma tarefa fácil – e muitos estudos sugerem que, na média, os fundos de gestão ativa não alcançam, de forma consistente, rendimentos suficientes para superar seu *benchmark* e justificar seus custos[62] –, gestores podem ter incentivos para perseguir a segunda opção com mais afinco que a primeira.

A questão a ser observada, a esta altura, é que, à exceção de eventuais economias de escala ou potencial redução de custos de transação, os antigos cotistas de um fundo de investimentos apenas se beneficiam diretamente se o crescimento do patrimônio do fundo decorrer da primeira opção, embora o gestor tenha ganhos em qualquer um dos dois cenários.

---

subsequently, the manager's fee, which might have a negative impact on future capital gain of the fund investments". Cf. WEGMAN. Op. Cit., p. 28.

[62] Cf. FAMA, Eugene; FRENCH, Keneth. *Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns*. Journal of Finance, Vol. 65, Nº 5, 2010. Disponível em: <http://mba.tuck.dartmouth.edu/bespeneckbo/default/AFA611-Eckbo%20web%20site/AFA611-S8C-FamaFrench-LuckvSkill-JF10.pdf>. Acesso em: 14.3.2021.

Isto é, independentemente da fonte desse crescimento, ele impactará no cálculo da remuneração do gestor, porém isso não é necessariamente verdadeiro para o benefício que esse crescimento terá em relação à base de cotistas. Por isso mesmo, os cotistas esperam que os gestores utilizem seu tempo e conhecimentos principalmente para obter os maiores retornos possíveis, ao passo que os gestores, ao perseguirem seus próprios e legítimos interesses, também têm incentivos para buscar aumentar o patrimônio do fundo por meio de novos aportes, ainda que isso, no futuro, possa vir a prejudicar a rentabilidade geral do fundo de investimento.

Reguladores e acadêmicos, portanto, consideram que há um largo espaço para o desalinhamento de interesses entre investidores e gestores, por conta da estrutura de remuneração desses agentes. Não por outro motivo, esse tópico tem estado frequentemente em voga não apenas nas pesquisas empíricas, como também no âmbito das discussões dos *standard setters* como a IOSCO, que já dedicou alguns trabalhos ao tema.[63]

Sem prejuízo do exposto, cabe salientar que, apesar dos problemas a ela inerentes, em geral se considera que essa predominante estrutura de remuneração é mais eficiente – ou, ao menos, menos sujeita a controvérsias – do que suas potenciais alternativas, como a cobrança de taxas fixas ("*flat fee"*) ou mesmo de taxas de performance ("*incentive fee"*).

Primeiro, porque uma taxa fixa pode levar o gestor a ter ainda menos interesse em gerar bons retornos para os cotistas, já que, em última instância, receberia a mesma remuneração nos casos em que a rentabilidade do fundo fosse negativa e em que o patrimônio do fundo encolhesse. Uma taxa fixa pode igualmente ensejar o efeito contrário: como, nessa hipótese, os retornos do gestor são indiferentes ao patrimônio do fundo de investimento, o gestor tem menos incentivos para adaptar a carteira do fundo ao adequado nível de risco esperado pelos cotistas.

Em segundo lugar, porque taxas de performance, calculadas como um percentual aplicado à superação de um *benchmark* pré-definido, premiam a tomada de riscos, havendo o receio de que elas levem à persecução de riscos excessivos pelo gestor para auferir parte dos retornos do fundo. Como taxas de performance geralmente são atreladas às taxas de administração, também pode se instalar um cenário de nós ganhamos, você perde ("*we win, you lose"*). Caso não sejam adotadas medidas para corrigir essa distorção,[64] o gestor tem incentivos para perseguir mais riscos, porque partilhará dos eventuais benefícios. Isso, porém, pode acabar

[63] Por todos, v. IOSCO. *Good Practice for Fees and Expenses of Collective Investment Schemes*. 2016. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD543.pdf>. Acesso em: 14.3.2021.
[64] Um exemplo é o estabelecimento de uma "linha d'água" (*high watermark*) que sujeite o pagamento da taxa de performance à superação do valor da cota ao tempo do pagamento da última taxa de performance.

sendo feito sem cuidados porque ele não suporta plenamente os efeitos de eventuais prejuízos decorrentes desses riscos adicionais, o que recai somente sobre o patrimônio dos cotistas.

1.6.2 Tolerância ao risco

Diretamente relacionada ao ponto anterior está a segunda potencial fonte de conflitos de agência entre investidores e gestores que, para Chester Spatt, diz respeito às diferenças de tolerância de risco entre eles. O professor, assim como boa parte da literatura econômica, enfatiza esse aspecto a partir da noção de que os gestores de recursos de fundos de investimento, com políticas semelhantes, competem entre si em uma conjuntura de torneio ("*tournament"*).

Em termos econômicos, um torneio existe sempre que a competição entre agentes econômicos resulta na existência de um vencedor, cujo prêmio é maior do que os prejuízos auferidos pelos perdedores. Na indústria de fundos de investimento, o valioso prêmio em disputa nesse torneio é o fato de que os primeiros colocados nesse jogo comumente concentram o total, ou pelo menos a maior parte, dos novos fluxos de recursos que entram na indústria de fundos, um efeito por meio do qual o vencedor leva tudo ("*winner takes all*"), muito embora não necessariamente os piores colocados sofram um forte fluxo de saída de recursos.

Explica-se: sob o ponto de vista de um investidor médio, mais relevante do que a performance absoluta do fundo de investimento é a sua performance relativa. Em outras palavras, o quanto um fundo de investimento se sai melhor ou pior do que fundos semelhantes, ou mesmo comparativamente a um índice de referência. Isso ocorre pois, apesar de todo o ruído existente no mercado, é notadamente por meio do desempenho passado de um fundo de investimento que um investidor de varejo comumente avalia as habilidades do gestor.[65]

Nessa perspectiva, como ensinam Joseph Chen *et al*, há inúmeros e bem fundamentados estudos comprovando empiricamente que parte substancial do fluxo de novos recursos entrantes na indústria de fundos de investimento em um ano é direcionada para os veículos cujos retornos

---

[65] A propósito, esse é um dos motivos pelos quais se entende que os gestores de fundos de investimento, especialmente os passivos, têm poucos incentivos para realizar práticas de *stewardship*: como eventuais retornos positivos – como o aumento da cotação dos valores mobiliários de uma companhia – afetarão todos os fundos que investem nesse ativo, tais práticas, em geral, não trazem vantagens relativas para o gestor do fundo que despendeu os recursos para executá-las. A respeito: "[i]*n examining this question, it is important to recognize that what matters for attracting assets under management (and thereby increasing future fee revenue) is not the absolute performance of the investment manager, but its performance relative to alternative investment opportunities. Potential investors in equity mutual funds can be expected to judge the investment manager's performance relative to an equity index, or relative to other comparable equity mutual funds. As a result, in many cases, the consideration of improving relative performance would not provide any incentives to improve stewardship decisions*". Cf. BEBCHUK, Lucian *et al. The Agency Problems of Institutional Investors*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 31, 2017, p. 90. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2982617>. Acesso em: 14.3.2021.

foram os maiores no ano anterior. [66] Segundo os resultados encontrados nesses estudos, há bem mais aportes feitos em fundos de investimento que ocupam as posições mais altas de *rankings* do que naqueles que figuram nas posições mais baixas. Do mesmo modo, novos investimentos são preferencialmente direcionados para aqueles veículos que recebem atenção da mídia por terem tido melhor desempenho que seus pares dentro de determinada categoria.

A consequência disso é que essa batalha por novos recursos gera incentivos para que os gestores persigam níveis de risco nos fundos sob sua responsabilidade, o que, potencialmente, não é condizente com aquilo que seria o mais adequado para os cotistas desses veículos. Dito de outro modo, não pode ser descartada a possibilidade de os gestores guiarem sua atuação visando ao alcance de seus próprios objetivos de curto-prazo, o que, em tese, os levaria a operar a carteira do fundo visando a um nível de risco diverso do melhor interesse dos cotistas.

Essa conjuntura influencia e interage de distintas maneiras com o nível de tolerância do risco do gestor. Mais precisamente, e ainda que existam resultados díspares entre si, a literatura já identificou ao menos quatro fenômenos relacionados a incentivos adversos gerados por essa singular estrutura competitiva. Esses incentivos adversos, segundo modelos teóricos e empíricos, teriam efeitos maiores sobre gestores mais novatos, para os quais a construção de uma boa reputação no mercado é, relativamente, mais importante. [67]

O primeiro dos fenômenos detectados é a possibilidade de os gestores que estão perdendo o torneio alterarem a carteira do fundo de investimento com o objetivo de assumir mais riscos e, assim, tentar alcançar os primeiros colocados. Nessa linha de raciocínio, algumas pesquisas sugerem que os gestores tendem a, principalmente a partir do segundo semestre do ano, alterar o nível de risco das carteiras dos fundos de investimento que estão em posição perdedora, com o fim de alcançar os primeiros colocados. A prática denominada de fachada ("*window dressing*") é uma extensão desse fenômeno, consistindo na modificação da carteira do fundo – venda de valores mobiliários que tiveram baixo desempenho no período e aquisição

---

[66] Cf. CHEN, Joseh *et al. Strategic Mutual Fund Tournaments*. 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2023805. Acesso em: 14.3.2021.

[67] Nesse sentido: "[s]*everal contributions in the literature have emphasised the risk-taking behaviour of mutual funds in a tournament setting, i.e. depending on their interim performance in the middle of the year compared with their peers (given that relative performance is normally calculated over the calendar year). In a situation where the amount of remuneration that a fund receives for winning a tournament depends upon its performance relative to other participants, theory (Basak, Pavlova and Shapiro, 2003) and empirical evidence (Brown, Harlow and Starks, 1996; Chevalier and Ellison, 1997) tend to suggest that funds which trail the benchmark at mid-year will subsequently take on more risk (and gamble for resurrection), while funds which are ahead of the competition will become more conservative in order to secure their position. This asymmetric behaviour of portfolio managers is rational if it is due to an asymmetric structure of incentives whereby a good performance is rewarded more than a bad performance is penalised. This appears to be particularly true for young portfolio managers, for whom reputation concerns matter most (Chevalier and Ellison, 1999*)".Cf. BCE. Op. Cit., pp. 26-27.

de papeis que tiveram melhor rentabilidade – anteriormente à divulgação de documentos periódicos.

De modo semelhante, diante da existência de tal torneio e da perspectiva de que a rentabilidade anual ditará grande parte do fluxo de novos investimentos no ano seguinte, os gestores dos fundos vencedores podem seguir o caminho oposto ao de seus concorrentes. Para aqueles, pode ser mais racional apenas não fazer mais alterações no nível de risco da carteira de tais veículos, isto é, seguir uma estratégia de bloqueio ("*lock-in"*).

Para além disso, considerando que os investidores de fundos em grande medida são sensíveis à performance relativa de curto prazo, existem cenários em que os gestores têm incentivos para evitar assumir posições em ativos distintos daqueles que compõem o seu *benchmark*. De fato, embora o uso de índices de referência seja importante para o investidor porque lhe oferece um meio acessível e simples para avaliar a performance do fundo de investimento, há uma natural percepção de que muitos gestores vão racionalmente preferir manter a carteira dos fundos sob sua responsabilidade com algum grau de correlação, seja ele maior ou menor, com a composição de seu índice de referência, a fim de evitar variações muito bruscas que possam levar os investidores a questionar as decisões do gestor.[68]

Tal fenômeno é bastante conhecido por acadêmicos e por reguladores. Denomina-se na literatura internacional de indexação oculta ("*closet indexing*") os casos em que gestores afirmam perseguir uma estratégia de gestão ativa quando, na realidade, o portfólio dos fundos por eles geridos permanece muito próximo de seu *benchmark*. Além de violar preceitos informacionais básicos, isso é prejudicial para os investidores pois eles, nesses casos, remuneram tais gestores com taxas cujo níveis superiores àqueles condizentes com o de uma gestão passiva, sendo que tais taxas, como visto, afetam a performance geral do fundo.

A respeito, um estudo de 2016 da European Securities and Markets Authority – ESMA encontrou indícios de que, em uma amostra de 2.600 fundos que se enquadravam como UCITS, de 5 a 15% tinham características indicando serem eles veículospassivos, e não verdadeiros

[68] O crescente uso de índices de referência pela indústria de gestão de recursos não é uma preocupação restrita ao fenômeno do *closet indexing*. Alguns estudos sugerem que o amplo uso de índices traz distorções no mercado ao direcionar recursos para os ativos que compõem as carteiras teóricas desses índices (cf. KASHYAP, Anil *et al. Is There Too Much Benchmarking in Asset Management?* 2020. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3567667>. Acesso em: 14.3.2021). Grande parte das discussões relacionadas aos impactos dos fundos passivos e ETFs também estão relacionadas as eventuais distorções que eles causam no mercado. Por fim, vale dizer que os possíveis problemas decorrentes do uso de índices de referência nesse contexto também já foram objeto de estudo específico da IOSCO (cf. IOSCO. *Index Funds and The Use of Indices By The Asset Management Industry*. 2004. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD163.pdf>. Acesso em: 14.3.2021).

fundos de gestão ativa como divulgado em seus documentos.[69] Em outra pesquisa mais recente, também elaborada pela ESMA, confirmou-se empiricamente que os "*closet investment funds*" realmente possuem um desempenho inferior ao de fundos de investimento verdadeiramente geridos de maneira ativa por seus gestores. [70]

Finalmente, outro efeito já detectado por algumas pesquisas empíricas é o que se chama de efeito manada ("*herding behaviour*"). Em síntese, na medida em que a performance de um fundo de investimento comumente é contrastada com um índice de referência, e que os investidores muitas vezes possuem um horizonte de curto-prazo, os gestores podem racionalmente preferir ignorar as informações que possuem, seguindo o comportamento de seus pares. Isso se deve ao fato de o sucesso de tais estratégias poder demorar a se materializar e, até lá, a performance do fundo poderia variar muito em relação ao do índice de referência.[71]

1.6.3 Alocação de oportunidades de investimento

A terceira fonte de desalinhamento de interesses entre investidores e cotistas salientada por Chester Spatt está diretamente relacionada ao fato de que, na indústria de fundos, gestores operam simultaneamente diversos veículos. Dada essa estrutura, a existência de uma família de fundos pode levar a distorções nos incentivos dos gestores, na medida em que eles podem ser movidos a favorecer determinados fundos em prejuízos de outros, desde que, em uma perspectiva global, a família de fundos seja beneficiada com esse movimento.

O trabalho de José-Miguel Gaspar *et al*, intitulado "*Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization*", é constantemente citado como um dos primeiros a explorar a eventual presença de um favoritismo dentro de uma família de fundos

---

[69] Cf. ESMA. *Public Statement - Supervisory Work On Potential Closet Index Tracking*. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/public-statement-supervisory-work-potential-closet-index-tracking>. Acesso em: 14.3.2021.

[70] Cf. ESMA. *ESMA Working Paper Nº 2, 2020: Closet Indexing Indicators and Investor Outcomes*. 2020. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esmawp-2020-2_closet_indexing.pdf>. Acesso em: 14.3.2021.

[71] A respeito, vale transcrever: "[a]*nother possible dimension of the tournament aspect of the delegated portfolio management problem related to reputation concerns is the possibility that mutual funds tend to discard private information and herd, as suggested by Scharfstein and Stein (1990). This tendency, in particular, might be related to two aspects of the typical delegated portfolio management relationship. First, most contracts have a relatively short evaluation period, such as one year, and can be terminated at a very short notice (Goldman and Sleazak, 2003). Therefore, mutual fund managers cannot afford to wait until their private information (even if eventually correct) is revealed and incorporated in asset prices (Froot, Scharfstein and Stein, 1992). Second, performance is evaluated against an implicit benchmark often given by the average peer performance. In this situation and abstracting from the possible asymmetry of the compensation structure and risk-taking which we have discussed in the previous section, risk-averse portfolio managers will tend to stick to the portfolio allocation decisions of the herd in order to minimise the performance risk*". Cf. BCE. Op. Cit., pp. 27.

de investimento, isto é, a existência de ações coordenadas no âmbito de um complexo de fundos com o objetivo de intensificar a performance de veículos mais importantes ("*star funds*") – seja por gerarem maiores taxas, seja para manutenção de seu elevado e robusto desempenho histórico –, ainda que isso leve ao sacrifício dos veículos considerados menos importantes.[72]

Os autores desse artigo propõem dois principais motivos teóricos, que possivelmente explicariam esse favorecimento de determinados fundos às custas de outros. O primeiro deles é o fato de diferentes fundos de investimento geridos por um mesmo gestor podem cobrar distintas taxas de administração, pelo que cada um desses veículos possui pesos distintos na formação do resultado global desse prestador de serviços. Por esse motivo, há um natural incentivo para que os gestores de recursos, em persecução aos seus próprios interesses de curto-prazo, favoreçam os veículos de investimento que vão lhe gerar mais benefícios econômicos – ou seja, aqueles que cobram taxas mais altas – do que aqueles que possuem taxas inferiores.

O segundo motivo teórico indicado pelos autores está diretamente relacionado à característica de torneio, que marca a competição no setor de fundos de investimento, e, principalmente, ao relevante prêmio em jogo nessa disputa: para o crescimento da família de fundos como um todo, é mais vantajoso ter um veículo considerado vencedor e outro perdedor do que ter dois cuja performance fique na média de mercado.

Esse ponto é ampliado por dados que sugerem que um investidor, ao tomar suas decisões de subscrever ou adquirir cotas de determinado fundo, considera em primeiro lugar a qual família esse veículo pertence e, só então, decide em qual dos veículos integrantes desse complexo aportará seus recursos. Ou seja, o investidor se preocupa mais com a robustez da marca do fundo (e, consequentemente, para qual é o seu gestor) do que para os dados do fundo em si. Dá-se, então, o que os economistas denominam de arrastamento ("*spillover effect"*): a existência de um veículo de investimento coletivo vencedor tem o potencial de atrair investimentos para toda a sua família; e não há fortes evidências, entretanto, que o efeito contrário ocorra, isto é, de que um fundo perdedor leve à desinvestimentos que afetem todo o complexo.

Por fim, vale dizer que José-Miguel Gaspar *et al* chegaram à conclusão de que efetivamente há evidências empíricas de um favoritismo no âmbito de uma mesma família de fundos. Examinando como os 50 maiores complexos de fundos americanos com gestão ativa performaram no período entre 1991 e 2001, eles afirmam que os dois meios usados para essa

---

[72] Cf. GASPAR, José-Miguel *et al. Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization*. 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=557078>. Acesso em: 15.3.2021.

estratégica alocação de performance foram: (i) o direcionamento de valores mobiliários objeto de ofertas públicas iniciais mais estimadas ("*hot IPOs*") para os fundos vencedores; e (ii) a realização de negócios entre os fundos de um mesmo complexo ("*cross-trades")*.

Se, para os gestores, perseguir tais estratégias pode ser considerada uma decisão economicamente racional, posto que têm o potencial de levar ao crescimento de uma família de fundos (e, logo, à maximização global dos resultados desses gestores), elas se dão às custas dos investidores dos fundos prejudicados e, evidentemente, vão ao encontro de seus interesses.

1.6.4 Conglomerados financeiros

Um último aspecto que pode ensejar um potencial desalinhamento de interesses entre investidores e cotistas, também há muito debatido por acadêmicos e reguladores, tange a existência de conflitos relacionados aos diferentes serviços prestados por um conglomerado financeiro que atue em diversas linhas de negócios.[73]

Nesse caso, os conflitos podem emergir porque o conglomerado pode ser visto economicamente como uma única empresa que, embora possua subdivisões, visa a maximizar os seus lucros globais, ainda que isso resulte no sacrifício dos interesses dos clientes de algumas dessas subdivisões em benefício de outras mais rentáveis.

Gestores de fundos de investimento, nessa perspectiva, possuem não um, e sim dois mestres: os investidores dos fundos e a empresa que integram. Assim, em teoria, a área responsável pela gestão de fundos de investimentos de um conglomerado financeiro pode ter incentivos para conduzir suas atividades visando não apenas ao interesse dos investidores desses veículos, mas, também, da empresa da qual faz parte – e não se pode descartar a hipótese de que alguns desses interesses sejam privilegiados em detrimento de outros. Esse potencial problema é amplificado se os retornos trazidos por outros setores do conglomerado financeiro forem maiores do que aqueles obtidos pela divisão de fundos.

1.7. Discussões domésticas e internacionais sobre a regulação dos fundos

Não é uma novidade afirmar que a estrutura dos fundos de investimento, por conta do fenômeno da dissociação entre fundos e gestores, embute inerentes conflitos de agência. Na

[73] Para uma revisão sobre o tema, v. MEHRAN, Hamid; e STULTZ, Rene. The Economics of Conflicts of Interest in Financial Institutions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, Edição 2, 2007, pp. 267-296. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X06002352>. Acesso em: 15.4.2021.

verdade, parece haver uma unanimidade entre os autores e reguladores de que a indústria de fundos merece ser objeto de regulação precisamente por conta desse ponto. Regimes jurídicos de todo o mundo reconhecem essa situação, assim como fóruns multilaterais.

Esse reconhecimento pode ser resgatado desde os primeiros atos normativos que regularam os fundos de forma ostensiva e específica. Com efeito, nos Estados Unidos, que já possuía uma pujante indústria de fundos ao menos desde o período após a Primeira Guerra, a história da regulação federal desses veículos de investimento se inicia precisamente por conta de práticas dos conflitos de interesse observados nessa indústria: com a quebra da bolsa de Nova York em 1929, diversos fundos de investimento, em especial os fechados, sofreram grandes prejuízos, que foram acentuados pelos altos níveis de alavancagem então praticados.[74]

Por esse motivo, o Congresso Norte-Americano, logo após a criação da U.S. *Securities and Exchange Commission* - SEC, imbuiu esse órgão de estudar as práticas irregulares cometidas nessa indústria e submeter suas recomendações ao legislativo até janeiro de 1937. A partir desses estudos, a SEC elaborou minutas de normas que contaram com o apoio da indústria de fundos à época, porque, dentre outros motivos, se buscava passar a limpo os recentes escândalos e, principalmente, restaurar a confiança dos investidores nesses veículos.

Como resultado, foram editadas as duas regras federais que, até hoje, regulam ostensivamente os fundos nos Estados Unidos: a *Investment Company Act* e a *Investment Advisers Act*, ambas de 1940. O primeiro desses documentos é voltado à normatização do *instrumento* fundo de investimento, enquanto o segundo traz as regras sobre organização, registro e regras de conduta dos responsáveis pelos responsáveis pela operação do fundo, ali denominados de "*Investment Advisers*" – o que, a propósito, é considerado pela própria SEC como um termo inadequado por passar uma conotação de que estes seriam apenas "meros consultores" do fundo de investimento, o que não corresponde à realidade.[75]

A SEC tem reiteradamente frisado os conflitos inerentes à estrutura dos fundos:[76]

> Unlike a typical corporation, a fund generally has no employees of its own. Its officers are usually employed and compensated by the fund's investment adviser, which is a separately owned and operated entity. The fund relies on

[74] Para um maior detalhamento da história dos fundos nos Estados Unidos, v. FINK, Matthew. *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View.* 2ª edição. Nova York: Oxford University Press, 2011, especialmente pp. 7-29.
[75] "*Investment advisers run mutual funds. They manage and direct almost every facet of the executive authority of the business. The Securities and Exchange Commission has noted that 'the term 'investment adviser' is to some extent a misnomer' because an adviser is 'no mere consultant' but 'almost always controls the fund.''* Cf. BIRDTHISTLE. Op. Cit., p. 38.
[76] Cf. SEC. *SEC Interpretation: Matters Concerning Independent Directors of Investment Companies*, Release Nº. IC-24083, 1999. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/interp/ic-24083.htm>. Acesso em: 19.1.2021.

> its investment adviser and other affiliates – who are usually the very companies that sponsored the fund's organization – for basic services, including investment advice, administration, and distribution.
>
> **Due to this unique structure, conflicts of interest can arise between a fund and the fund's investment adviser because the interests of the fund do not always parallel the interests of the adviser. An investment adviser's interest in maximizing its own profits for the benefit of its owners may conflict with its paramount duty to act solely in the best interests of the fund and its shareholders.** (negritos nossos)

No âmbito doméstico, embora as primeiras normas que tangenciaram os fundos de investimento tenham surgido em meados da década de 1940,[77] foi principalmente com a Lei nº 6.385, de 1976, responsável pela criação da CVM, que se intensificaram as discussões relativas à necessidade de regulação desse instrumento com vistas à proteção dos investidores. Antes disso, o debate girava principalmente ao redor dos efeitos macroeconômicos desses veículos, preocupações mais atinentes às competências naturais das autoridades do sistema financeiro como o CMN e o BACEN, aos quais cabia, até a edição da mencionada lei, a competência exclusiva sobre a regulação dos fundos de investimento em território brasileiro.

Afastando-se, nesse ponto, da experiência americana, o legislador de 1976 não criou um regime legal apartado para os fundos de investimento em si, diferente do caminho desenvolvido em relação às companhias por meio da Lei nº 6.404. Ao invés de normatizar o instrumento fundo de investimento, as normas colocaram suas luzes sobre os profissionais responsáveis por sua operação: os "administradores de carteira", termo consagrado no *caput* do art. 23 da Lei nº 6.385, de 1976, e que, nos termos do § 1º desse mesmo comando legal, inclui a "gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente". Como se percebe, essa atividade engloba a gestão de portfólio tanto individual quanto aquela feita de maneira coletiva.

Nesse sentido, referido ato normativo determinou que: (i) o exercício profissional de administração de carteiras está sujeito à prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários;[78] (ii) as atividades dos administradores de carteira devem ser disciplinadas e fiscalizadas pela CVM; [79] (iii) o CMN e a CVM devem exercer as atribuições conferidas por meio daquele diploma legal para proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra atos ilegais dos administradores de carteira;[80] e, por fim, (iv) dispôs que

[77] V. Seção 3.2.
[78] Cf. Art. 23, *caput*, da Lei nº 6.385, de 1976.
[79] Cf. Art. 1º, VI, da Lei nº 6.385, de 1976.
[80] Cf. Art. 4º, inciso IV, "b", da Lei nº 6.385, de 1976.

compete à CVM "estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração", observadas as orientações fixadas pelo CMN.[81]

Diante das competências que lhe foram conferidas, logo após entrar em efetivo funcionamento, a CVM elaborou diversos estudos visando a implementação de normas voltadas à reestruturação do mercado de capitais nacional, cuja regulação, para a autarquia, era fortemente marcada por uma rigidez típica do setor bancário, não condizente com a dinâmica de funcionamento dos participantes do mercado de valores mobiliários.

Em um desses estudos, denominado "Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários", de 1979, a CVM não poupou elogios aos veículos de investimento coletivo, tampouco deixou de ressaltar a relevância desses instrumentos para o prolífero desenvolvimento do mercado de capitais. Sem prejuízo dessas observações, a autarquia também não deixou de pontuar, à luz da experiência americana, que a intervenção estatal se fazia necessária para evitar o surgimento, ou mitigar conflitos que o mercado, sozinho, não era capaz de controlar.

"É nesta área onde surgem as situações de conflitos de interesse que, quando abusadas, podem resultar em graves ineficiências do mercado, principalmente no caso de fundos e sociedades de investimento, dado o posicionamento passivo do investidor", afirmou a CVM. E complementou: "[o]bserve-se que a experiência de vários países tem demonstrado que esta é uma área onde nem sempre a competitividade e a plena revelação de informações são suficientemente eficientes para a proteção do investidor*"*.[82] Poucos anos depois, ao editar o primeiro abrangente conjunto de normas relacionadas à administração de carteiras, a CVM mais uma vez destacou que "a regulamentação se faz necessária para evitar a ocorrência de conflitos de interesse, incompatíveis com a confiabilidade que o mercado exige"[83].

Também ao nível da União Europeia, a edição de regras relacionadas ao funcionamento dos veículos de investimento coletivo tem sido associada a uma reação aos conflitos agência a ele inerentes. Ainda que a introdução do regime dos UCITS em 1985 tenha sido primariamente movida pelo objetivo de fomentar, pelo lado da oferta, a distribuição de fundos de investimento entre os países integrantes daquela região, mais recentemente a proteção ao investidor tem estado no centro desse sistema.[84]

---

[81] Cf. Art. 23, §2º, da Lei nº 6.385, de 1976.
[82] Cf. CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários – Parte I (Análise Conceitual)*, p. 63. 1979.
[83]Cf. CVM. Nota Explicativa à Instrução CVM nº 82, de 1988. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota082.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.
[84] Cf. MOLONEY, Niamh. *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*. Nova York: Cambridge University Press, 2010, p. 134-142.

Em fóruns multilaterais são igualmente recorrentes as discussões acerca dos problemas de agência na estrutura interna dos veículos coletivos de investimento, bem como dos potenciais conflitos deles decorrentes. Esse assunto esteve presente desde a primeira vez em que a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico emitiu orientações a respeito da regulação dos veículos coletivos de investimento, o que ocorreu em 1971. Em tal oportunidade, a OCDE entendeu que o estabelecimento desses padrões "*would improve the protection of investors, facilitate the balanced evolution of the activities of this sector and thus contribute to the improvement of capital markets both nationally and internationally*". [85]

Quase três décadas depois de tal relatório, essa entidade multilateral realizou um amplo estudo comparando os modelos de governança dos fundos de investimento em seus países-membro.[86] Com base nesse estudo, a OCDE emitiu o seu "*White Paper on Governance of Collective Investment Schemes (CIS)*", voltado principalmente para fundos abertos distribuídos aos investidores de varejo, no qual destacou que tanto reguladores quanto a indústria de fundos percebiam a necessidade de se implementar robustos controles para mitigar a ocorrência de conflitos de interesses em tais veículos e, assim, proteger os investidores.[87]

Por sua vez, até onde se sabe, a primeira oportunidade em que a IOSCO se debruçou sobre o tema foi em 1994, quando emitiu orientações para a regulação de veículos de investimento coletivo. Uma dessas orientações é precisamente a de que os reguladores devem reconhecer o risco de ocorrência de conflitos de interesse entre os operadores desses veículos, de um lado, e os investidores, de outro. Destacou a IOSCO nessa oportunidade: "[r]*egulatory authorities should respond to this risk by ensuring that a regime provides for the exercise of management responsibilities with full regard to the best interests of investors*".[88]

O assunto continuou na agenda da IOSCO por muitos anos. A entidade emitiu, dentre outros, documentos com princípios para a supervisão dos operadores desses veículos, em 1997;[89] e o já mencionado mapa dos conflitos que esses atores geralmente enfrentam ao exercer

---

[85] Cf. OCDE. *Standard Rules for the Operations of Institutions for Collective Investment in Securities*. 1971. Disponível em: <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/72>. Acesso em: 15.2.2021.
[86] Cf. OCDE. *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, abril de 2001. Disponível em: http://www.oecd.org/finance/financial-markets/1918211.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.
[87] Cf. OCDE. *White Paper on Governance of Collective Investment Schemes (CIS)*, p. 137. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/white-paper-on-government-of-collective-investment-schemes-cis_fmt-v2005-art5-en>. Acesso em: 15.2.2021.
[88] Cf. IOSCO. *Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum*, 1994, p. 9. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.
[89] Cf. IOSCO. *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes.* 1997. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf. Acesso em: 15.2.2021

suas atividades, em 2000.[90] Do mesmo modo, os atuais "*Objectives and Principles of Securities Regulation"*, no que diz respeito aos fundos de investimento,[91] igualmente estão relacionados, em grande medida, à proteção dos investidores, em especial, os de varejo.[92]

Em suma, o fenômeno da dissociação entre fundos e gestores, e os conflitos de agência dele decorrentes, estão no centro da discussão de reguladores desde o surgimento dessa indústria, debates estes que, nos últimos anos, vêm ganhando ainda mais tração por conta do aumento da relevância desses veículos na carteira de investimentos de investidores de varejo.

1.8 Conclusão do capítulo

Fundos de investimento são um instrumento bastante eficiente, do ponto de vista econômico e jurídico, de se promover a coletivização da prestação do serviço de gestão de recursos. No entanto, o fenômeno da dissociação entre fundos e gestores, responsável por criar as condições necessárias para o alcance dessa eficiência e, por sua vez, a consequente geração de benefícios aos investidores desses veículos, traz consigo, como um efeito natural, a criação de potenciais desalinhamentos de interesses entre gestores e cotistas.

A presença de assimetrias informacionais e de poder, bem como a existência de falhas de mercado, historicamente são as razões que levam reguladores a intervir e definir regras para o funcionamento dessa típica relação de agência, com o objetivo principal de proteger os investidores contra potenciais abusos – ainda que nos dias atuais outras preocupações sejam

---

[90] Cf. IOSCO. *Conflicts of Interests of CIS Operators*. 2000. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf . Acesso em: 15.2.2021

[91] Os cinco princípios em comento são os seguintes: (i) "*24. The regulatory system should set standards for the eligibility, governance, organization and operational conduct of those who wish to market or operate a collective investment scheme"; (ii) "25. The regulatory system should provide for rules governing the legal form and structure of collective investment schemes and the segregation and protection of client assets." (iii) "26. Regulation should require disclosure, as set forth under the principles for issuers, which is necessary to evaluate the suitability of a collective investment scheme for a particular investor and the value of the investor's interest in the scheme." (iv) "27. Regulation should ensure that there is a proper and disclosed basis for asset valuation and the pricing and the redemption of units in a collective investment scheme."; e (v) "28. Regulation should ensure that hedge funds and/or hedge funds managers/advisers are subject to appropriate oversight*". Cf. IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*, p. 10. 2017. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf . Acesso em: 15.2.2021.

[92] A IOSCO afirma o seguinte: "*CIS, like other investment vehicles, are subject to disclosure requirements. However, investors in CIS rely upon operators of the CIS to manage the CIS and its investment portfolio and to act in their best interests. CIS are widely marketed to retail investors, who may place enhanced reliance on CIS operators and, therefore, may be vulnerable to misconduct by CIS operators. Regulation should promote and ensure a high level of compliance by entities involved in CIS operations*". Cf. IOSCO. *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2017, p. 150. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

também consideradas quando da regulação dos fundos de investimento, como potenciais riscos sistêmicos relacionados à sua atividade.[93]

É relevante compreender esses pontos porque, como se verá nos capítulos a seguir, o que justifica a atribuição de deveres de fiscalização ao administrador de um fundo no regime jurídico brasileiro é precisamente o reconhecimento de que os incentivos que movem os gestores podem levá-los a não atuar no melhor interesse dos cotistas desses veículos. Isto posto, dois esclarecimentos finais são necessários antes de se encerrar esse capítulo.

De um lado, é preciso enfatizar o fato de que todas as situações acima mencionadas deliberadamente deixaram de sublinhar um relevante elemento levado em consideração pelos gestores na condução de suas atividades: a reputação. Com efeito, notadamente nos casos de relações de agência contínuas e reiteradas, bem como de participantes que pretendem continuar no mercado e crescer seus negócios, a preocupação com a sua própria reputação por si só tem o potencial de funcionar como um forte mecanismo de contrabalanceamento em seus incentivos econômicos, sendo, por isso, por eles sopesada em seu processo de tomada de decisões.

De outro lado, deve-se ainda citar que todos os aspectos acima delineados representam, como mencionado, situações em que os incentivos que movem os gestores podem levar à persecução de interesses distintos daqueles almejados pelos cotistas. Nessa perspectiva, descrever os problemas de agência inerentes à estrutura dos fundos de investimento ajuda a aclarar, sob um ponto de vista econômico teórico, como essa peculiar forma de organização pode levar ao desalinhamento de interesses entre gestores (agentes) e cotistas (representados).

Porém, se a constatação dos incentivos que podem levar ao potencial desalinhamento de interesses entre gestores e cotistas é importante por fornecer bons subsídios para a definição das estratégias jurídicas que, por sua vez, podem ser empregadas para mitigá-los, isso não leva, obrigatoriamente, nem ao enquadramento desses casos como irregularidades sob o viés jurídico e, mais importante, muito menos à conclusão de que tais situações sempre vão se concretizar.

***

[93] V. FINANCIAL STABILITY BOARD. *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*. 2017. Disponível em: <https://www.fsb.org/2017/01/policy-recommendations-to-address-structural-vulnerabilities-from-asset-management-activities/>. Acesso em: 15.2.2021.

CAPÍTULO II – ESTRATÉGIAS JURÍDICAS E MODELOS DE GOVERNANÇA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PERSPECTIVA COMPARADA

2.1 Introdução

Diante da constatação de que a estrutura dos fundos de investimento e o modo de organização dessa indústria geram incentivos que podem desalinhar os interesses de seus prestadores de serviço e dos cotistas, surge uma pergunta preliminar, que se coloca para os reguladores de economias de mercado em diversos outros contextos: é preciso fazer algo a respeito? Em outros termos: cabe o manejo do aparato estatal para a imposição de restrições à atuação dos participantes da indústria de fundos de investimento? Por que não deixar que o mercado corrija eventuais distorções livremente, premiando os bons prestadores de serviço e penalizando aqueles que não atendam às expectativas dos investidores?

Foge ao escopo deste trabalho resgatar as aprofundadas discussões acadêmicas relativas a essas perguntas, seja a respeito da necessidade e o papel da regulação das atividades econômicas em geral, ou mesmo do mercado de capitais, em particular.[94] Basta, no entanto, salientar que o entendimento dominante é o de que a indústria de fundos de investimento – e, nesse ponto, ela não se diferencia de diversos outros segmentos econômicos – é marcada por diversas falhas de mercado, o que sua dinâmica, sozinha, não consegue solucionar.[95]

Aspecto muito destacado para comprovar essa assertiva diz respeito à ausência de plena competitividade na indústria de fundos de investimento. Em mercados perfeitamente competitivos, produtos similares tendem a ter preços iguais ou próximos. Por isso, e ainda que existam alguns resultados conflitantes, muitos estudos empíricos revelam que o setor de fundos de investimento não representa um mercado de competição atomística, ou seja, de competição perfeita. Prova cabal disso, conforme afirmam esses estudos, é que há diferenças nas taxas de administração mesmo entre aqueles fundos que possuem políticas de investimento semelhantes ou até mesmo idênticas. Isso não deveria ocorrer em um mercado com competição perfeita.

---

[94] V., por exemplo: YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.* 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 175 e ss.; DIAS, Luciana. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. 2005. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo; e PARTNOY, Frank. *Financial Systems, Crises and Regulation*. In: MOLONEY, Niahm et al (Orgs.) *The Oxford Handbook of Financial Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015, capítulo V.

[95] Cf. CEPAL. *Fundos Mútuos de Investimento no Brasil: A Expansão da Indústria nos Anos 1990 e Perspectivas para o Futuro*, pp. 69-70. 2003. Disponível em: <https://www.cepal.org/pt-br/publicaciones/28379-fundos-mutuos-investimentos-brasil-expansao-industria-anos-1990-perspectivas-o>. Acesso em: 15.2.2021.

No mercado norte-americano, por exemplo, inúmeras pesquisas comprovam que fundos indexados a índices bastante conhecidos, como o S&P 500, continuam a cobrar taxas muito distintas entre eles mesmo após anos de constante crescimento do setor de fundos e da entrada de novos participantes. Michael Cooper *et al*, em recente pesquisa, afirmam que esse fenômeno é, na verdade, observável em todos os fundos indexados dos Estados Unidos, concluindo assim que "[f]*ee dispersion in this context may imply some degree of pricing inefficiency, in the sense that funds with similar characteristics charge different fees*".[96] Segundo os pesquisadores, algumas explicações potenciais para isso são a existência de investidores com diferentes níveis de sofisticação e acesso à informação, bem como as fricções presentes na seleção de diferentes fundos de investimento, como problemas na comparabilidade entre eles.

Desse modo, a presença de assimetrias informacionais e de elevados custos de transação impedem a existência de verdadeira paridade entre os agentes econômicos e a criação de um mercado de fundos perfeitamente competitivo. E esses são alguns dos motivos destacados pela literatura a fim de fundamentar a necessidade da existência de instituições, isto é, que sejam definidas as regras do jogo, como preceituado por Douglass North.[97] Com isso, o objetivo que se persegue é o de evitar o surgimento de alguns dos principais conflitos presentes na indústria de fundos, ou pelo menos – até onde for possível – mitigar a sua concretização.[98]

---

[96] Cf. COOPER, Michael *et al. The Persistence of Fee Dispersion Among Mutual Funds*. Swedish House of Finance Research Paper Nº. 14-11, 2020, p. 31. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1456079. Acesso em: 21.3.2021.

[97] Cf. NORTH, Douglass. *Institutions*, *Ideology, and Economic Performance*. Cato Journal, Vol. 11, nº 3, 1992, p. 477. Disponível em: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1992/1/cj11n3-11.pdf>. Acesso em: 21.3.2021.

[98] Nesse sentido, vale transcrever: "[o] estabelecimento de fundos de investimento implica diversas relações econômicas, envolvendo clientes, a gestão dos fundos e os administradores, que no Brasil, em geral, são instituições financeiras. E onde há relações entre agentes econômicos há potencial para o surgimento de conflitos de interesses. O interesse dos cotistas é que o fundo cujas cotas detenham consiga obter o maior retomo ajustado ao risco e líquido de taxas. Já para o gestor do fundo, o fundamental seria maximizar os ganhos com a cobrança por seus serviços prestados aos administradores. Quanto aos administradores, esses, por sua vez, procurariam, através da cobrança de comissões aos clientes, obter o maior lucro possível. É evidente que dado coeteris paribus, quanto maiores os ganhos de um dos agentes envolvidos, menores os ganhos dos demais. Essa oposição de interesses encontra diversas soluções em economias de mercado.

Em mercados perfeitamente competitivos, os conflitos de interesses podem ser resolvidos por meio do funcionamento do mecanismo de preços. Os fundos que apresentem desempenhos inferiores, do ponto de vista do cliente, acabarão sendo eliminados do mercado pelos fundos mais eficientes. Do mesmo modo, se os gestores de fundos estão em concorrência, os gestores menos eficientes deixarão de trabalhar para os administradores de fundos, perdendo espaço para os mais eficientes. Consequentemente, as comissões cobradas por gestores e administradores tenderiam a um valor próximo, e as rentabilidades dos fundos, devidamente ajustadas ao risco, acabariam por se tomar semelhantes.

Entretanto, é admissível que haja distorções que comprometam o funcionamento perfeitamente competitivo do mercado de fundos. A incerteza quanto ao futuro, a assimetria de informações e os custos de transação, bem como a diferença de poder econômico dos agentes envolvidos, introduzem distorções não desprezíveis nas relações mediadas pelo mercado. Os conflitos entre clientes dos fundos e a administração dos fundos; entre administração dos fundos e demais negócios da instituição administradora; e entre os próprios administradores podem introduzir problemas capazes de ameaçar o desenvolvimento dos mercados, trazer a solvência para instituições e ameaças de

Regimes jurídicos de todo o mundo adotam medidas para lidar com esses problemas em potencial. Quatro razões principais justificam a adoção desses instrumentos.[99] A primeira e mais fundamental delas, como não poderia deixar de ser, é a proteção dos investidores que aportam seus recursos em fundos. Proteger os investidores, cabe registrar, não significa impedi-los de sofrer prejuízos decorrentes das forças normais de mercado, mas sim, assegurar que entendam os riscos relativos ao investimento em fundos; e zelar para que eventuais prejuízos não sejam ocasionados por negligência ou fraude.

Em uma dupla dimensão, a integridade do mercado é outro motivo que leva à regulação da indústria de fundos. Isto é, protege-se o mercado de fundos propriamente dito, uma vez que a concretização desses problemas pode causar danos aos investidores e dissuadi-los a confiar nesses veículos como alternativas seguras para alocação de recursos; bem como protege-se o mercado de capitais como um todo, que pode ser prejudicado por conta de atividades irregulares cometidas por meio de fundos.

A terceira razão é a integridade dos prestadores de serviço dos veículos de investimento coletivos. O funcionamento de um fundo enseja a realização de diversas atividades (como a gestão da carteira, precificação, custódia, escrituração, contabilidade, distribuição das cotas e a divulgação de material publicitário do veículo, dentre outros). Assim é importante que existam regras e uma supervisão adequada dos responsáveis por operar um fundo, ainda que seja dada ênfase a uma ou outra atividade que, por sua própria natureza, tenha o potencial de trazer os maiores riscos em caso de eventuais falhas.

E, por fim, há também preocupações decorrentes do fato de os fundos de investimento terem inegavelmente passado a ocupar uma posição de destaque em uma economia profundamente globalizada e interconectada. Problemas na indústria de fundos podem se alastrar para diferentes segmentos econômicos e múltiplos mercados domésticos e, por isso mesmo, preocupações sistêmicas são hoje centrais na regulação dos fundos.

A partir da resposta de que algo precisa ser feito, uma pergunta subsequente que se apresenta para os agentes públicos é o que fazer. Reguladores possuem à sua disposição um amplo leque de estratégias jurídicas[100] para controlar disfunções nas atividades econômicas e

---

crises. Para evitar o surgimento de conflitos não resolvíveis pelos mercados e/ou mitigar seus efeitos, existem instituições." Cf. CEPAL. Op. Cit., pp. 69-70.

[99] Cf. IOSCO. *Principles for the Supervision of Collective Investment Schemes*, pp. 4-5.

[100] O termo "estratégia jurídica" é definido por Reinier Kraakman et al como o "método genérico de empregar o direito instrumentalmente de modo funcional – a função, nesse contexto, é mitigar a vulnerabilidade dos representados ao oportunismo de seus agentes". Tal como utilizado pelos autores, o gênero das "estratégias jurídicas" é dividido em duas espécies: (i) as "estratégias regulatórias", prescritivas, ditam os termos que regem a relação mantida entre o agente e o representado e visam à restringir diretamente o comportamento do agente, ou

induzir o alinhamento de interesses das partes envolvidas em uma relação de agência. Neste capítulo, são exploradas algumas das estratégias lançadas pelos reguladores para lidar com potenciais problemas na indústria de fundos, com especial ênfase na mais relevante delas: a obrigatoriedade de que exista um *gatekeepeer* inserido na estrutura dos fundos de investimento.

2.2 Estratégias jurídicas

As respostas regulatórias para lidar com os conflitos inerentes aos fundos de investimento variam entre as jurisdições. Essas variações são resultado e refletem diferenças históricas, políticas e jurídicas. Nesse último aspecto, um ponto de partida para as distinções nas respostas regulatórias é o instituto jurídico que conforma o fundo de investimento.

Com efeito, se em determinado país um fundo é ordinariamente constituído ao amparo da forma jurídica de uma sociedade anônima, as normas que regem esse tipo societário já garantem alguns direitos (como de voto em decisões essenciais) aos investidores do veículo, que no caso assumem a posição de acionistas. Não se faz preciso, assim, a existência de outra camada de normas que preveja tais faculdades. Isso, entretanto, não é necessariamente verdadeiro na hipótese de o fundo assumir uma forma de outra natureza. Muitas vezes, nesses casos, é preciso que o direito dos cotistas de participar em decisões essenciais seja assegurado por uma norma específica.

Não obstante, nas palavras de Reinier Kraakman *et al*, "[a]o lidar com problemas de agência, o direito recorre reiteradamente a um conjunto básico de estratégias", que podem ser empregadas em contextos distintos "para proteger quase qualquer relação agente-representado vulnerável".[101] Não é diferente com a regulação da indústria de fundos de investimento. Ao reverso, em que pese as diferenças nas respostas regulatórias encontradas em distintas economias, é certo que existem alguns mecanismos comuns a todas elas. E isso, aliás, vem sendo reforçado nos últimos anos, muito em razão do fato de os países estarem paulatinamente convergindo seus modelos regulatórios, ou ao menos algumas de suas características essenciais, ao redor de princípios e práticas fomentadas em âmbito internacional e mesmo regional.

Exemplo eloquente desse tratamento comum é a obrigação de que os fundos de investimento tenham um prestador de serviço responsável por custodiar o patrimônio do

---

seja, são técnicas de "restrição dos agentes"; e (ii) as "estratégias de governança", que têm por objetivo aprimorar os meios de controle da conduta do agente pelo representado, ou seja, são ferramentas "empoderadoras dos representados". Cf. KRAAKMAN *et al.* Op. Cit., pp. 82 e 83.

[101] Cf. KRAAKMAN *et al.* Op. Cit., p. 82 e p.83, respectivamente.

veículo, segregando-o, em regra, do patrimônio tanto dos prestadores de serviço do fundo, incluindo do próprio custodiante, quanto de outros clientes do custodiante, mesmo se estes outros clientes também forem fundos de investimento. A universalidade dessa estratégia pode ser constatada por sua adoção por parte de países representativos de enorme parcela da indústria global de fundos de investimento. Essa longa lista de países inclui Austrália, Luxemburgo, Bélgica, Brasil, França, Alemanha, Hong Kong, Irlanda, Jersey, México, Nigéria, Romênia, Singapura, Espanha, África do Sul, Suíça, Espanha, Turquia, Reino Unido e Estados Unidos.[102]

Nessa esteira, o estudo comparativo das normas relativas aos veículos de investimento coletivo permite identificar que os reguladores, com o objetivo de controlar diferentes conflitos na indústria de fundos, lançam mão de mecanismos muito uniformes em variadas economias. Nesse sentido, como resumido por Luciana Dias, à época diretora da CVM, em raciocínio que*, mutatis mutandis*, pode ser aplicável a outros regimes que não apenas o brasileiro:[103]

> 11. Fundos de investimento são estruturas construídas, em geral, para viabilizar investimentos coletivos. Via de regra, um administrador de carteira profissional e autorizado pela CVM forma um fundo, vende suas cotas para investidores dispersos, arrecadando investimento de terceiros que se tornam cotistas, e gere tais recursos de acordo com mandato pré-estabelecido no regulamento do fundo. As regras relativas aos fundos de investimento foram elaboradas tendo em vista esta estrutura padrão.
>
> 12. Por isso, as normas aplicáveis a fundos de investimento presumem uma separação entre os proprietários e os gestores dos recursos do fundo. Os principais objetivos das normas que regem a administração de recursos de terceiros são alinhar os interesses do investidor e daqueles que agem em seu nome, estabelecer mecanismos pelos quais os investidores possam supervisionar a gestão feita pelos administradores, bem como impor um regime fiduciário e de responsabilidade dos gestores dos fundos em relação aos seus cotistas.

Alguns dos mecanismos utilizados por reguladores são descritos nos parágrafos abaixo. É imperativo, no entanto, tecer dois esclarecimentos preliminares. O primeiro é que não se pretende aqui esgotar todas as ferramentas jurídicas manejadas por reguladores. O segundo é que, para cada tipo de conflito em potencial, muitos mecanismos podem ser adotados de forma combinada. De todo modo, nos parágrafos a seguir, a identificação de cada tipo de estratégia é acompanhada, apenas a título de ilustração, de exemplos de seu uso em relação a alguma das quatro principais fontes de desalinhamentos de interesses mencionadas na Seção 1.6.

---

[102] Cf. IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets - Final Report*, 2015. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acesso em: 21.3.2021.
[103] Cf. PAS CVM nº RJ15/08, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 28.2.2012.

2.2.1 Deveres fiduciários

Todos os regimes jurídicos determinam que os gestores dos fundos de investimento devem exercer suas atividades visando aos melhores interesses dos investidores.[104] O reconhecimento de que uma relação fiduciária se instala entre os gestores e os investidores é também corriqueiro. Os deveres que decorrem dessa relação são anunciados de maneiras distintas, embora eles compartilhem em comum a determinação de que gestores devem atuar com diligência e lealdade perante os cotistas. Assim, em linhas gerais, gestores devem conduzir suas funções com o cuidado que razoavelmente se esperaria de pessoas na mesma posição, sendo-lhes vedado colocar seus próprios interesses à frente dos interesses dos investidores.

Nos Estados Unidos, o reconhecimento de que os gestores são fiduciários perante seus clientes, o que inclui os fundos de investimento e seus cotistas, ocorreu pela primeira vez em *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.,* 375 U.S. 180 (1963). Como os atos de 1940 não proclamaram expressamente que uma relação fiduciária existe nesse contexto, a interpretação da Suprema Corte americana foi em grande medida fundamentada a partir dos propósitos que guiaram o Congresso norte-americano ao editar tais normas, conforme consubstanciados nos documentos do trâmite legislativo e dos estudos que as precederam.[105] O entendimento de que uma relação fiduciária se estabelece nesse contexto, bem como que dela decorrem deveres de diligência e lealdade, tem sido reiterado em inúmeras ocasiões desde então naquele país.[106]

---

[104] "*Although expressed in different ways, in all member jurisdictions, there is an overriding responsibility imposed on CIS operators to act in the best interests of investors. This duty is often used in member jurisdictions as the premise upon which CIS operators are required to adopt procedures and controls to avoid or mitigate conflicts of interests and to ensure that there is fair treatment of all investors."* Cf. IOSCO. *Conflicts of Interests of CIS Operators*, p. 11.

[105] Nesse sentido, afirmou-se em *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.,* 375 U.S. 180 (1963): "[t]*he Investment Advisers Act of 1940 was the last in a series of Acts designed to eliminate certain abuses in the securities industry, abuses which were found to have contributed to the stock market crash of 1929 and the depression of the 1930's. It was preceded by the Securities Act of 1933, the Securities Exchange Act of 1934, the Public Utility Holding Company Act of 1935, the Trust Indenture Act of 1939, and the Investment Company Act of 1940. A fundamental purpose, common to these statutes, was to substitute a philosophy of full disclosure for the philosophy of* caveat emptor *and thus to achieve a high standard of business ethics in the securities industry. As we recently said in a related context, "It requires but little appreciation . of what happened in this country during the 1920's and 1930's to realize how essential it is that the highest ethical standards prevail" in every facet of the securities industry (...) The Investment Advisers Act of 1940 thus reflects a congressional recognition "of the delicate fiduciary nature of an investment advisory relationship," as well as a congressional intent to eliminate, or at least to expose, all conflicts of interest which might incline an investment adviser — consciously or unconsciously — to render advice which was not disinterested."* Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/375/180/>. Acesso em: 23.3.2021.

[106] Recentemente, a SEC divulgou uma aguardada interpretação sobre os contornos dos deveres fiduciários dos gestores. Nesse sentido, v. SEC. *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers*. 2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>. Acesso em: 24.3.2021

Na mesma linha, no direito comunitário europeu, as normas que regulamentam a constituição e funcionamento dos UCITS determinam de maneira bastante prescritiva que os gestores, no melhor interesse desses fundos e da integridade do mercado, devem conduzir suas atividades honestamente, de maneira justa, com a devida competência, cuidado e diligência. A norma vai além e prescreve que os gestores devem buscar evitar conflitos de interesses e, quando tais conflitos não puderem ser evitados, eles devem tratar o fundo de maneira honesta.[107] "*By imposing these conduct of business rules on fund managers*," como destaca Hanneke Wegman, "*EU regulators in essence codified the general fiduciary duties of loyalty and care that originally developed as part of the law of agency in common law jurisdictions*."[108]

Na Austrália, os gestores dos fundos de investimento, ao exercerem seus poderes e prestarem seus serviços, devem atuar honestamente e com o cuidado e a diligência que uma pessoa razoável atuaria se estivesse nessa mesma posição. Os gestores precisam ainda agir no melhor interesse dos investidores dos fundos de investimento e, havendo um conflito entre os interesses desses investidores e os seus próprios interesses, os gestores devem dar prioridade àqueles. Os investidores que possuem títulos de participação nos fundos que confiram direitos e obrigações idênticos devem ser tratados igualmente pelos gestores e, quando houver diferenças entre esses títulos, os investidores devem ser tratados de maneira justa.[109]

O mesmo caminho é refletido no ordenamento jurídico brasileiro. O art. 16 da Instrução CVM nº 558, de 2015,[110] afirma que os administradores de carteira, o que inclui os gestores de recursos e administradores fiduciários de fundos de investimento, devem exercer suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes, bem como devem desempenhar suas atribuições com o fim de atender aos objetivos de seus clientes e buscando evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com eles.

Do mesmo modo, o inciso I do art. 92 da Instrução CVM nº 555, de 2014, aplicável a todos os fundos de investimento registrados na CVM, estabelece que o gestor e o administrador devem "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". O dispositivo ainda assevera que eles devem atuar "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

[107] Cf. Artigo 14 da Diretiva 2009/65/EC.
[108] Cf. WEGMAN. Op. Cit., p. 185.
[109] Cf. Artigo 601FC (1) (a)-(d) da Lei Nº 50, de 2001 (*Corporations Act*).
[110] Atualmente, tal previsão está consubstanciada, com o mesmo texto, no art. 18 da Resolução CVM nº 21, de 2021, que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015 e está em vigor desde 1.7.2021.

irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão". Não há dúvidas que as normas brasileiras reconhecem uma relação fiduciária no âmbito dos fundos.[111]

Naturalmente, tanto a cominação de deveres fiduciários aos gestores de fundos quanto a determinação de que sua conduta deve se pautar primariamente no interesse dos cotistas desses veículos são aspectos que perpassam todas as suas atividades, razão pela qual existe uma ampla gama de cenários em que essas obrigações se fazem aplicáveis. Talvez o principal deles envolva a atribuição mais típica de um gestor, qual seja, a operação da carteira do fundo de investimento, o que inclui a negociação de ativos em nome desse veículo. Afinal, o que no mínimo se espera é que, ao tomar as decisões de investimento, o gestor seja diligente ao selecionar, analisar e negociar quaisquer títulos em favor do fundo de investimento sob sua responsabilidade, bem como que tais decisões sejam pautadas pela busca de geração de benefícios aos cotistas desses veículos, e não aos próprios gestores ou partes a ele relacionadas.

Mas há ainda hipóteses menos claras em que os deveres fiduciários podem se fazer relevantes. Uma delas diz respeito à remuneração. Nesse sentido, para deixar claro, diante de problemas ocorridos à época, que um gestor de fundos de investimento possui deveres fiduciários também no que diz respeito à remuneração por ele recebida, a legislação americana foi alterada na década de 1970 para a introdução da Seção 36(b) na *Investment Companies Act*, de 1940.[112] Os exatos contornos da aplicação desse dispositivo, entretanto, são objeto de intensa disputa no judiciário norte-americano e entre os acadêmicos.[113]

Também no Brasil, os deveres fiduciários já foram utilizados pela CVM, em um caso com características bastante peculiares, como fundamento para condenar prestadores de serviço de um fundo por conta das altas taxas de remuneração recebida, as quais inviabilizavam o alcance dos objetivos de rentabilidade perseguidos pelo fundo de investimento. [114]

---

[111] V., por exemplo: COELHO, Alexandre Ramos. *A indústria de fundos de investimento no Brasil: um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimentos*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2015. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13779>. Acesso em: 14.2.2021.

[112] Segundo esse dispositivo, "(…) *the investment adviser of a registered investment company shall be deemed to have a fiduciary duty with respect to the receipt of compensation for services, or of payments of a material nature, paid by such registered investment company or by the security holders thereof, to such investment adviser or any affiliated person of such investment adviser*". Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/80a-35>. Acesso em: 23.3.2021.

[113] V., por exemplo: CURTIS, Quinn. *The Past and Present Mutual Fund Fee Litigation Under 36(b)*. 2017. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3344494>. Acesso em: 23.3.2021.

[114] Nesse caso, verificou-se que a taxa de administração de um fundo de perfil bastante conservador era tão elevada ao ponto de não apenas ter comprometido o rendimento do veículo, mas também de ter tornado matematicamente impossível que o seu *benchmark* – no caso, o CDI – fosse alcançado. Embora tais taxas possam ser livremente pactuadas dentro dos parâmetros gerais fixados pela regulamentação, a CVM entendeu pela possibilidade de sua intervenção neste caso – o que culminou na condenação da administradora do veículo, que também era sua gestora.

2.2.2 Regras, políticas e procedimentos

O uso de *standards* gerais de conduta, como o são os deveres fiduciários cominados aos gestores, é uma estratégia jurídica bastante difundida entre diversas jurisdições e em inúmeros contextos. Por meio dela, demanda-se que um agente adote certa postura, no entanto, deixa-se para um momento posterior, ao crivo de alguma autoridade, como o regulador ou o juiz estatal ou arbitral, a aferição de conformidade ou não da atuação do agente ao padrão de conduta regulatório previamente determinado. Os benefícios de estratégias jurídicas que se apoiam no estabelecimento de *standards* gerais de conduta são bastante conhecidos – como flexibilidade, individualização, renovação e dinamismo –, bem como suas potenciais limitações, em especial, o fato delas carecerem de posterior concreção.

Por isso, em determinados cenários, é preciso que esses *standards* gerais de conduta sejam mais bem especificados e, em alguns casos, o estabelecimento de regras mais prescritivas pode ser mais adequado. Obviamente, identificar essas situações não é uma tarefa simples; e, por isso, inúmeros são os debates acadêmicos que rondam esse dilema. De todo modo, não há dúvida de que esses contextos e casos efetivamente existem, tampouco que os reguladores buscam, por distintos meios, detalhar a conduta esperada dos agentes regulados.

Arthur Laby, nesse sentido, argumenta que o desenho da legislação aplicável aos gestores de fundos evolui em grande medida como uma forma de melhor especificar os deveres de diligência e lealdade que recaem sobre esses prestadores de serviço. Diante das incertezas decorrentes da generalidade dos deveres fiduciários, diz o autor, os reguladores procuram indicar aos gestores o que deles é esperado em determinada situação: como agir; o que, como e o quanto divulgar; e o que não fazer. A edição de regras, as ações de *enforcement* e outras declarações formais e informais seriam os principais meios utilizados para tanto.[115]

Em grande medida, essa condenação também se deu porque, durante as investigações, descobriu-se que o fundo não tinha apenas seis cotistas como era constantemente publicado em seus documentos. Existiam, na verdade, mais de 5 mil investidores, para os quais, contudo, não se tinha informações completas. Em outras palavras, esses investidores, sem ter ciência dessa situação, perdiam dinheiro diariamente pelo simples fato de serem cotistas do referido fundo de investimento. Cf. PAS CVM nº RJ2012/2338, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 12.3.2013.

[115] Vale transcrever: "[t]*he underlying structure of investment management regulation is in large part to implement an investment manager's fiduciary obligation – to explain and explicate what is required by the fiduciary duties of loyalty and care. The fiduciary obligation is not clear-cut; it is not easy to say precisely what conduct is prohibited by the fiduciary duty of loyalty nor what conduct is required by the fiduciary duty of care.*
To say that an investment manager should act in a client's best interest, or should act prudently under the circumstances, provides little guidance to an investment manager, or her lawyer, trying to follow the law in good faith. Questions are legion: what rises to the level of a material conflict of interest? What level of disclosure is sufficient? How much diligence must be employed consistent with one's duty as an investment manager? These are questions investment managers and their lawyers face every day, on the ground, and invoking a best interest standard provides little help.

Por isso, outra estratégia jurídica possível reside em delimitar a autonomia do gestor por meio do detalhamento de procedimentos, que devem por ele observados no exercício de suas atividades. Um reflexo dessa estratégia é a obrigação de o gestor respeitar a política de investimento do fundo ao tomar decisões relativas às operações da carteira do veículo, incluindo os limites de composição e concentração de carteira em emissores, ou por modalidade de ativo estabelecidas na regulamentação e, eventualmente, no regulamento do veículo. [116] Embora os parâmetros contidos nas políticas de investimento geralmente sejam amplos o suficiente para não engessar demasiadamente a atuação do gestor, eles acabam por restringir, em parte, a sua discricionariedade em relação às decisões por ele tomada em nome do fundo.

Esses parâmetros consistem em um importante mecanismo de alinhamento das expectativas de risco do cotista e do gestor. Ao investir em um fundo de investimento, o cotista já sabe de antemão quais são os tipos de ativos que podem integrar a carteira do veículo, e em quais limites, sejam eles mínimos ou máximos. Ou seja, o estabelecimento de limites de concentração em emissores, ou por modalidade de ativo, funciona como meio de predeterminação dos riscos aos quais o investidor está disposto a incorrer.

Como o gestor é obrigado pelas normas a seguir esses parâmetros, mitiga-se a possibilidade de que ele opere a carteira do fundo com o fim de alcançar seus próprios objetivos de curto-prazo, em nível de risco diverso do melhor interesse dos cotistas. Por óbvio, é sempre possível que esses limites não sejam respeitados, mas a configuração de uma irregularidade nessa hipótese se torna muito mais simples do que se tais limites não existissem.

Corroborando esse raciocínio, Chester Spatt afirma que políticas e procedimentos bem definidos são muito úteis para os gestores no processo de tomada de decisões em nome dos fundos.[117] Isso porque, além de evitarem a existência de um elevado e muitas vezes

---

Consequently, the SEC provides guidance on what the fiduciary obligation entails through a series of administrative rules and agency enforcement actions. When the agency adopts a rule, however, the investment manager's fiduciary duty, relevant to the subject matter of the rule, does not vanish. At most, the fiduciary obligation recedes slightly into the background as the relevant rule becomes the SEC's weapon of choice to address misconduct covered by the rule." Cf. LABY, Arthur. "The Fiduciary Structure of Investment Management Regulation". In: *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. BIRDTHISTLE, William; MORLEY, John. Cheltenham: Edward Elgar, 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2993429>. Acesso em: 4.4.2021.

[116] No Brasil, por exemplo, o art. 104, §2º, I, da Instrução CVM nº 555, de 2014, determina que o gestor, antes de realizar operações em nome do fundo, deve avaliar seu enquadramento a esses parâmetros. Gestores de UCITS devem seguir as regras relativas às políticas e limites de investimento contidas nas Diretivas europeias e também na legislação doméstica, nos termos do Artigo 19 (3) da Diretiva 2009/65/EC.

[117] Segundo o autor: "[w]*hat can we learn from these examples? First, I think that clearly stated and defined policies and procedures are helpful in the investment management process. This helps limit the types of conflicts of interest that might arise. By limiting needless "discretion" and articulating to everyone in a transparent fashion-e.g., employees within the organization, customers and regulators--the "intent" and "procedures" of the firm become clearer. I see this as useful from both a marketing perspective, as customers are increasingly sensitive to*

desnecessário nível de discricionariedade ao delimitar o perímetro decisório do gestor, essas políticas e procedimentos também criam meios para uma avaliação mais fácil da observância dos gestores ao seu dever de sempre atuar buscando os melhores interesses desses investidores.

Portanto, em situações problemáticas que podem dar ensejo a elevados conflitos entre investidores e gestores, usualmente as normas prescrevem de forma mais detalhada a conduta esperada desses, ou determinam que eles próprios devem internamente elaborar e implementar políticas e procedimentos que visem evitar a materialização desses conflitos de interesse em potencial. Essa é uma estratégia bastante difundida entre as jurisdições.

Exemplo dessa afirmativa envolve a questão da alocação de ordens de negociação entre diferentes veículos de investimento que pertencem à família de fundos de um mesmo gestor. Gestores geralmente são autorizados a dar ordens para a realização de determinada operação sem especificar previamente em nome de qual fundo de investimento sob sua responsabilidade ela deve ser executada, ou seja, é possível que haja um grupamento de ordens.

Por um lado, essa permissão possibilita um maior dinamismo às atividades dos gestores e traz vantagens como, por exemplo, a redução de custos operacionais por transação. Por outro, o grupamento abre espaço para que o gestor aloque livremente essas ordens entre os fundos de investimento, o que pode dar azo a um tratamento não-equitativo entre eles. Esse risco existe caso o gestor tenha a possibilidade de aferir, após a execução da ordem e dentro da janela de tempo prevista para a sua especificação, se a transação efetuada foi positiva ou negativa, isto é, se o preço do valor mobiliário adquirido aumentou ou diminuiu após a aquisição, por exemplo.

A fim de mitigar a concretização desse risco, a regulação muitaz vezes estabelece que os gestores precisam elaborar e implementar políticas e procedimentos que definam critérios para a alocação dessas ordens e transações entre os fundos integrantes de uma mesma família.

Pelas regras brasileiras, os gestores que se valem da faculdade de grupamento devem possuir políticas e processos que possibilitem o rateio de ordens entre os fundos de acordo com critérios equitativos, preestabelecidos, formalizados e passíveis de verificação.[118] Nos Estados

---

conflicts, as well as from the perspective of internal management. The development and communication of such guidelines makes it much easier to assess the policy of the firm and for regulators and outside auditors to audit "compliance" with the stated policy. Some problematic issues, such as ex post trade allocation, should be managed by asset managers by formulating and enforcing sensible policies". Cf. SPATT, *Conflicts of Interest in Asset Management*, 2005.

[118] Cf. Art. 82, §1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014; e Art. 14, VII, da Instrução CVM nº 558, de 2015 -- atualmente, tal previsão está consubstanciada, com o mesmo texto, no art. 16, II, da Resolução CVM nº 21, de 2021, que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015 e está em vigor desde 1.7.2021.

Unidos[119] e na Austrália,[120] gestores precisam implementar políticas de *compliance* para lidar, dentre outras matérias, com esse tema. Na mesma linha, de acordo com as diretivas europeias, os Estados-membro não podem permitir que gestores de UCITS agreguem ordens a não ser que: (i) seja pouco provável que o grupamento de ordens redunde em prejuízo de um fundo em relação a outro; e (ii) seja exigida a elaboração e efetiva aplicação de uma política de rateio que preveja termos precisos sobre como as ordens agrupadas devem ser posteriormente alocadas.[121]

A imposição de barreiras de informação e segregação de atividades ("*chinese walls*") também é uma estratégia jurídica constantemente utilizada entre as jurisdições tanto para mitigar o risco de que, por conta das distintas linhas de negócios de um mesmo conglomerado financeiro, os gestor integrante desse conglomerado persigam interesses não condizentes com os melhores interesses dos cotistas do fundo de investimento; quanto para evitar o fluxo indevido de informações entre os diferentes segmentos de um conglomerado financeiro.[122]

Do mesmo modo, especialmente para os casos em que é muito elevado o risco de concretização do potencial desalinhamento de interesses entre os investidores e os prestadores de serviço do fundo de investimento, determinadas transações são expressamente proibidas. A título de exemplo, no Brasil é vedada a aquisição pelo fundo de investimento de ações de emissão de seu administrador, exceto em situações específicas previstas na norma.[123]

---

[119] De acordo com a SEC: "[e]*ach adviser, in designing its policies and procedures, should first identify conflicts and other compliance factors creating risk exposure for the firm and its clients in light of the firm's particular operations, and then design policies and procedures that address those risks. We expect that an adviser's policies and procedures, at a minimum, should address the following issues to the extent that they are relevant to that adviser: Portfolio management processes, including allocation of investment opportunities among clients and consistency of portfolios with clients' investment objectives, disclosures by the adviser, and applicable regulatory restrictions; trading practices, including procedures by which the adviser satisfies its best execution obligation, uses client brokerage to obtain research and other services ("soft dollar arrangements"), and allocates aggregated trades among clients;* (…). Cf. SEC. *Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers*, Release nº IA-2204, 2004. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2204.htm>. Acesso em: 4.4.2021.

[120] Diz a ASIC, regulador dos fundos na Austrália: "[i]*n establishing compliance controls to address the risk of not meeting compliance obligations because a trade in securities is not in the best interests of members, the responsible entity could consider:* (…) (b) *What are the procedures to ensure that trades on behalf of the registered scheme receive fair allocations when block trades are made? How does the responsible entity ensure that allocations are completed without bias for or against any particular client or scheme?*". Cf. ASIC. *Regulatory Guide 152 - Funds management: Compliance and oversight*, p. 53. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/4832064/rg132-published-31-july-2018.pdf>. Acesso em: 4.4.2021.

[121] Cf. Art. 28 (1) da Diretiva 2010/43/EU.

[122] Cf. Arts. 17 a 21 da Diretiva 2010/43/EU; e art. 24 da Instrução CVM nº 558, de 2015 – atualmente, tal previsão está consubstanciada, com o mesmo texto, no art. 27 da Resolução CVM nº 21, de 2021, que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015 e está em vigor desde 1.7.2021.

[123] Cf. Art. 102, §2º, I, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

2.2.3 Prestação compulsória de informações

Assim como em outros segmentos do mercado de capitais, a imposição de um regime de prestação compulsória de informações está no núcleo das técnicas utilizadas pelos reguladores, sendo um dos principais instrumentos de promoção da proteção dos investidores de fundos de investimento. Com efeito, ainda em 1994, a IOSCO já declarava que "[a]*ll regulatory systems have mandatory disclosure requirements for both new and existing investors in CIS*".[124] A existência de um rigoroso sistema que exija elevados níveis de transparência e divulgação de informações é essencial para a higidez da indústria de fundos.[125]

No entanto, não se pode perder de vista que a disponibilização mandatória de informações é só um primeiro passo; para serem verdadeiramente úteis, elas também precisam ser coletadas, processadas e compreendidas. E, por dois motivos, considerar esse ponto se torna especialmente relevante quando se fala de fundos distribuídos para o varejo. Primeiro, porque se espera que esses investidores tenham um comportamento passivo, uma vez que os recursos por eles aportado nos fundos tipicamente são de pequena monta. Segundo, porque também se espera que os investidores de varejo não possuam o conhecimento e as habilidades técnicas necessárias para compreender todas as dimensões dos jargões, dados e estatísticas contidas nesses documentos.

Embora a evolução tecnológica e o surgimento de negócios (como revistas, sites e aplicativos) especializados em coletar, processar e comparar dados relativos aos fundos tenham facilitado o acesso e a compreensão dos investidores acerca dessas informações, as premissas mencionadas acima continuam no centro de qualquer debate relacionado ao regime informacional dos fundos de investimento. Por esse motivo, reguladores de todo o mundo vêm seguindo em um movimento mais ou menos constante de tornar mais acessíveis, simplificadas e comparáveis as informações periódicas e eventuais relativas a tais veículos.

Um bom exemplo de como o regime informacional é influenciado pelos pressupostos acima reside no documento formal que consubstancia as informações relativas à oferta dos títulos emitidos por fundos de varejo. Ao menos desde a década de 1990 se discutem meios

---

[124] O princípio 10 para a regulação dos veículos da IOSCO afirma ainda que: "[t]*he regulatory regime must impose a disclosure requirement to ensure that there is full, accurate and timely disclosure to prospective investors providing all the information necessary for an investor to make an informed investment decision in relation to a CIS. Financial data and other information relating to the management and operations of a CIS must be provided on a regular (annual or semiannual) basis for the benefit of existing and prospective investors in the CIS. These requirements must be monitored by the regulatory authority to ensure that information provided meets the standards required*". Cf. IOSCO. *Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes*, p. 15.

[125] Cf. OCDE. *White Paper on Governance of Collective Investment Schemes*, p. 153.

para reduzir e descomplicar essas informações, a partir da percepção de que o modelo tradicionalmente adotado à época – pautado na exigência de divulgação de um "prospecto" semelhante àquele presente na oferta de valores mobiliários emitidos por companhias abertas – não atendia aos anseios do típico investidor de fundos. Diversos países, por isso, passaram a exigir a divulgação de uma versão resumida desse documento, um "prospecto simplificado", a fim de fomentar sua leitura e facilitar sua compreensão pelo público de varejo.[126]

Mesmo esse tendo sido um importante movimento, mais recentemente alguns reguladores chegaram à conclusão de que nem mesmo uma versão enxuta do prospecto era suficiente, seja porque os dados divulgados não eram comparáveis, seja porque não havia critérios bem delimitados sobre o que deveria ou não ser divulgado por meio daquele documento. Diante disso, muitos regimes jurídicos deram um passo adiante, passando a também exigir a divulgação de um documento ainda mais simples, ainda mais padronizado e que permite aos investidores um grau ainda maior de comparabilidade sobre elementos básicos dos fundos, como é o caso, por exemplo, do "*Key Investor Information Document*" ("KIID") dos UCITS europeus ou da "Lâmina de Informações Essenciais" dos fundos abertos brasileiros.[127]

Essas iniciativas, cumpre salientar, estão sendo levadas a outros segmentos além dos fundos de investimento. Na União Europeia, instituiu-se documento inspirado no KIID para todos os produtos de investimento e de seguros distribuídos ao varejo ("*packaged retail investment and insurance products"*).[128] Com declarada inspiração nessa iniciativa, a CVM recentemente colocou em audiência pública proposta de norma que, caso venha a ser implementada, exigirá que as ofertas públicas de valores mobiliários tenham, além do tradicional prospecto, a sua própria lâmina.[129]

Em suma, esse movimento revela que, mesmo com o avanço tecnológico e o maior acesso dos investidores às informações sobre investimentos, os reguladores continuam procurando meios para facilitar a compreensão dessas informações pelos investidores.

---

[126] Nesse sentido: "[m]*uch of the domestic regulation relating to simplified prospectuses is designed to ensure that these documents are clear, concise, understandable and well-organized and contain the most important information that an investor would consider in making an investment decision. Investors should be encouraged to read and consider the contents of a simplified prospectus through the application of plain language principles and concise and standardized formats*". Cf. IOSCO. *Investor Disclosure and Informed Decisions: Use of Simplified Prospectuses by Collective Investment Schemes*, 2002, p. 2. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD131.pdf>. Acesso em: 15.3.2021.

[127] Cf. Commission Regulation (EU) Nº 583/2010; e art. 42 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

[128] Cf. Regulation (EU) Nº 1286/2014.

[129] Cf. CVM. Edital da Audiência Pública SDM nº 2, de 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>. Acesso em: 4.4.2021.

2.3 A estrutura trilateral como padrão regulatório

2.3.1 Governança dos fundos de investimento

Embora essas estratégias mais tradicionais não deixem de ser largamente aplicadas na regulação da indústria de fundos de investimento, há uma comum percepção de que elas não são suficientes para assegurar a proteção do investidor. Ao menos, não isoladamente.

Isso porque, conforme destaca a literatura, se não houver nenhuma supervisão da atividade do gestor, ou se essa supervisão for insuficiente, os conflitos de agência inerentes à estrutura dos fundos de investimento e à forma de organização dessa indústria podem levar a uma performance subótima do fundo de investimento, ou seja, a performance do fundo pode ser prejudicada, caso não haja nenhuma medida de controle da atividade do gestor.[130] Embora reguladores, e até mesmo autorreguladores, cumpram em parte com esse papel de supervisão, por conta de suas conhecidas limitações, também os cotistas em tese precisariam empregar ferramentas para supervisionar os gestores, assim incorrendo nos respectivos custos de agência.

Como em outras relações de agência, a regulação busca encontrar caminhos para que esses custos fiquem no menor patamar possível.[131] Ocorre que o controle dos custos de agência no contexto da indústria de fundos de investimento é uma tarefa especialmente difícil, considerando que os incentivos dos cotistas para monitorar a conduta do gestor são afetados pelo conhecido problema da ação coletiva. Paralelamente a isso, conforme explica Wallace Wang, o monitoramento do gestor pode em alguma medida ser equiparado àquilo que se denomina de bem coletivo ("*collective good"*), na medida em que tal monitoramento beneficia até mesmo os cotistas que não despendem recursos para a sua realização.[132]

---

[130] É o que explica JanJaap Hazenberg: "[t]*here are numerous potential conflicts of interest present in the investment fund industry between the investors and the other stakeholders, most notably the fund management company. Without any or sufficient monitoring, these conflicts of interest could lead to suboptimal investment performance, either as a result of excessive management fees and other costs, or as a result of behaviour by fund management companies that is suboptimal for investors*". Cf. HAZENBERG. Op. Cit., p. 12.

[131] Como afirma Deborah DeMott: "[i]*n general, a central objective of regulating asset managers (regardless of how categorized) is reducing agency costs*". Cf. DeMOTT. Op. Cit., p. 26.

[132] Vale transcrever a íntegra da lição de Wallace Wang: "[m]*inimizing agency costs is complicated by the fact that shareholder monitoring of the Adviser's actions will often be compromised because of the collective action problem. Monitoring the Adviser is an example of what economists call a collective good; that is, it benefits all investors whether or not they pay for it. Rationally, investors would prefer to "free ride" on the efforts of others rather than subscribe to their pro rata share of the costs of monitoring the Adviser. Moreover, since individual investors hold only small proportions of claims entitled to control and, more significantly, no investor has enough wealth invested in the mutual fund to make it worthwhile to devote time to review and monitor the behavior of the Adviser, no individual investor has either the power or incentive to monitor the Adviser efficiently. This is the case even though monitoring is worthwhile for all investors taken together.*

Ideally, the advisory relationship would be governed by specific rules that dictate how the Adviser should manage the asset in the Investors' best interest. However, because asset management necessarily involves risk and

Em outras palavras, os potenciais benefícios decorrentes do monitoramento do gestor afetam e beneficiam igualmente a todos os cotistas de um fundo de investimento, mesmo aos que não incorreram nos custos necessários à execução dessa atividade de supervisão. E aquele que despendeu os recursos para monitorar o gestor, em geral, não consegue impedir que os demais investidores se aproveitem do benefício trazido por esse monitoramento.

Se um cotista, por exemplo, verificar que o gestor de um fundo de investimento deixou de disponibilizar publicamente informações exigidas pela regulamentação, ele pode alertar os reguladores, ou mesmo tomar medidas judiciais em decorrência dessa infração. Para trilhar qualquer um desses caminhos, no entanto, tal cotista precisará incorrer em custos, sem contar aqueles já incididos por ele para a própria detecção da ausência de disponibilização da informação. Na hipótese de o gestor publicar o dado até então suprimido dos investidores, tal informação poderá ser utilizado por todos os investidores do veículo, não apenas por aquele que levou o problema ao conhecimento das autoridades e, para tanto, gastou recursos próprios.

Racionalmente, portanto, não há dúvidas de que os cotistas prefeririam se beneficiar desse bem coletivo – o monitoramento do gestor – sem pagar proporcionalmente pelos custos necessários à sua realização. Esse é, como se sabe, um conhecido problema que a literatura econômica chama de efeito carona ("*free ride*"). Esse problema se materializa sempre que alguém é capaz de tirar proveito de um benefício sem contribuir com os custos de sua produção.

Mas isso não é tudo. Em geral, cada um dos cotistas possui apenas uma pequena participação relativamente ao patrimônio total do fundo de investimento. Em razão dessa circunstância, o montante dos recursos que eles possuem alocado em um fundo não é relevante o suficiente para fazer valer a pena que tais cotistas dediquem tempo e despendam recursos para monitorar a conduta do gestor. Assim sendo, geralmente, os cotistas não possuem individualmente os incentivos necessários para monitorar o gestor, ainda que, coletivamente, isso pudesse ser benéfico a todos eles.

Timothy Spangler afirma que esse é o desafio de governança que reside no coração nos fundos de investimento. Por isso, ele indaga: como pode a integridade de uma relação profissional ser mantida quando os seus beneficiários estão distantes e dispersos?[133]

---

uncertainty, the specific behavior of the Adviser cannot be dictated in advance in a "contingently complete contract. In addition, since disputes may occur in the future it may be necessary to include a dispute resolution mechanism. Therefore, to mitigate investor apathy and free rider problems, it is desirable to appoint an independent "Monitor" to assume monitoring functions". Cf. WANG, Wallace Wen Yeu. *Corporate Versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance*. Washington Law Review, No. 67, 1994, p. 943. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=906301>. Acesso em: 1.2.2021.

[133] No original: "[b]*y their collective nature, all investment funds (public and private) face potential investor inertia, ignorance and apathy. As a result, a governance challenge sits at their heart: how can the integrity of a*

Uma resposta de natureza teórica para essa pergunta poderia ser: "basta controlar a atuação dos gestores por meio de regras bastante prescritivas definindo o que eles podem ou não fazer em determinada situação". Mas, como é intuitivo, isso simplesmente não é possível e, na verdade, nem mesmo seria economicamente eficiente.

De um lado, porque a gestão de recursos envolve riscos e incertezas, razão pela qual não é objetivamente possível prever de antemão, seja por regras regulatórias ou mecanismos contratuais, todas as situações em que os gestores possam vir a enfrentar incentivos adversos que levem ao potencial desalinhamento com os interesses dos investidores.

De outro lado, porque, ainda que eventualmente fosse viável estabelecer normas que determinassem pormenorizadamente como um gestor deveria proceder em todas as situações surgidas no decorrer do exercício de suas atividades, isso acabaria por reduzir a zero a discricionariedade do gestor e, assim, seria contrário com o próprio racional econômico que justifica um investidor aportar recursos em um fundo de investimento, que é, justamente, o de se beneficiar dos conhecimentos e habilidades de um gestor profissional de recursos.

Sendo assim, a principal aposta dos reguladores para assegurar a proteção dos investidores e o adequado monitoramento dos gestores recai sobre os mecanismos de governança dos veículos de investimento coletivo. Não por outro motivo, como conclui o mesmo Timothy Spangler, o adequado monitoramento dos prestadores de serviço de um fundo está intrinsicamente relacionado à governança desse veículo:[134]

> **A fundamental characteristic of investment management (whether bilateral or collectivized) is its discretionary nature. Managers have wide discretion to invest the assets of their clients, subject to those basic restrictions agreed initially with the client and amended from time to time**. Unlike non-discretionary advice provided to the client for him or her to action, an investment manager is empowered by the client to implement its decisions without reference back for approval. The investment manager issues buy and sell orders to third parties in relation to the client's portfolio, but typically makes no guarantees about ultimate returns. Losses to the portfolio are to the account of the client, absent claims for breach of either legal (e.g., contractual or tortious), equitable (e.g., fiduciary), or statutory (e.g. regulatory) duties. As a result, a client's ability to monitor the decision-making process of an investment manager (and thereby make appropriate decisions as to changing or terminating the mandate) is of paramount importance. **In the case of investment funds, the participants are one step removed from the relationship with the manager due to the imposition of the intermediary vehicle. As a result, adequate monitoring of the**

professional relationship (i.e., the investment manager) be maintained where the ultimate clients (i.e., the participants in the fund) are distant and dispersed?". Cf. SPANGLER, Timothy. *The Law of Private Investment Funds*. 3a. edição. Oxford: Oxford University Press, par. 1.09.

[134] Cf. SPANGLER. Op. Cit., pars. 1.14 e 1.15.

> **investment manager becomes fundamentally intertwined with the governance mechanics of such a vehicle.** (negritos nossos)

Nesse contexto, a expressão governança pode ser conceituada como a estrutura de organização e operação de um veículo de investimento coletivo que visa a assegurar que ele seja organizado e operado de forma eficiente e no exclusivo interesse dos seus investidores, e não no interesse de seus atores internos, como os gestores e outros prestadores de serviço.[135]

2.3.2 Funções-chave e a estratégia de supervisão por terceiros

Confiando nos mecanismos de governança dos veículos coletivos de investimento como o principal meio de assegurar a proteção dos investidores, reguladores definem diferentes atividades que devem ser realizadas pelos prestadores de serviço de um fundo de investimento.

Três funções-chave são tipicamente definidas pela regulação.[136] A primeira e mais relevante delas é a operação do fundo. A regulação geralmente determina que um prestador de serviços fique responsável por gerir a carteira do veículo e executar as atividades administrativas necessárias ao seu funcionamento. O operador ("*operator*") é definido como a instituição que possui responsabilidade geral pelo fundo de investimento, sem prejuízo de que algumas das funções que lhes são atribuídas sejam delegadas a terceiros, como serviços administrativos ou até mesmo a gestão da carteira.[137]

A segunda é a custódia dos ativos. Tipicamente, as normas estabelecem que os ativos do fundo devem ser objeto de custódia, sendo que, em geral, o custodiante pode ser tanto um prestador de serviço distinto do responsável pela operação do veículo, quanto o próprio operador, desde que haja uma segregação de atividades em sua estrutura.

A terceira e última função-chave que é tipicamente definida pela regulação consiste na supervisão da operação do fundo. A regulação coloca sobre um ou mais atores já inseridos na governança do veículo a responsabilidade por monitorar aspectos relevantes de sua operação, como, por exemplo, a observância aos limites de investimento definidos nas normas e no regulamento do veículo.

---

[135] Trata-se de adaptação do conceito assim definido pela IOSCO: "*CIS Governance can be defined as 'a framework for the organization and operation of CIS that seeks to ensure that CIS are organized and operated efficiently and exclusively in the interests of CIS Investors, and not in the interests of CIS insiders*". Cf. IOSCO. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Final Report (Part I)*, p. 3.

[136] Cf. BANCO MUNDIAL. Op. Cit., p. 29.

[137] Segundo o glossário da IOSCO, o termo "operador" "*means the legal entity that has overall responsibility for management and performance of the functions of the CIS, which may include investment advice and operational services*." Cf. IOSCO. *Principles for the Regulation of CIS*, p. 2.

Para melhor visualização de como esses papeis são usualmente definidos, pode-se adiantar dois exemplos que serão aprofundados adiante. De acordo com as Diretivas Europeias, os veículos de investimento coletivo devem possuir ao menos dois prestadores de serviços. O primeiro é a *Management Company* ou o *Alternative Investment Fund Manager*, responsáveis pela operação de diferentes tipos de fundos, inclusive, pela gestão de sua carteira – sem prejuízo da possibilidade de delegação dessa ou de outras atividades a terceiros. O segundo prestador de serviços é o *Depositary*, termo utilizado para designar um tipo especial de custodiante, isto é, além de ser responsável pela custódia, ele também possui deveres de supervisão. Esse, portanto, é considerado o principal monitor na estrutura do veículo.

Por sua vez, nos Estados Unidos, os *mutual funds* devem ter um Conselho de Administração, órgão que tem a competência por aprovar o contrato entre o fundo de investimento, de um lado, e o *Investment Adviser*, de outro. Esse, portanto, é o operador do veículo, sem prejuízo da possibilidade de delegação de algumas de suas atividades a terceiros, incluindo, total ou parcialmente, a gestão da carteira. Segundo a legislação americana, no mínimo 40% dos conselheiros devem ser independentes do *Investment Adviser*. Os conselheiros independentes, assim, são considerados os principais monitores na estrutura do fundo. A regulação também define como deve ser feita a custódia dos ativos.[138]

O objetivo perseguido com a estratégia de se alçar um ou mais atores à condição de supervisores na estrutura de governança dos fundos é o de que exista um monitoramento contínuo de sua operação, bem como que esse monitoramento seja feito pelo olhar de uma parte independente e desinteressada, cuja perspectiva seja unicamente a defesa dos interesses daqueles que investem no veículo. Esses atores auxiliam no papel dos reguladores e, por isso, alguns autores os chamam de "*third-party supervisors*":[139]

> In developed markets, the net governance outcome of most permitted fund structures is broadly the same. The directors, trustee, or depositary of the fund essentially supervise the day-to-day conduct of the fund management firm or investment adviser, while the regulator sets entry requirements and standards of conduct for all these entities. The regulator, in effect, delegates much of the day-to-day responsibility for ensuring compliance to these 'third-party supervisors'; this is realistic and practical since they see more of the day-to-day activity of a fund management company than a regulator possibly can.

[138] Cf. Seção 17(f) da Investment Companies Act, de 1940, e SEC Rule No. 17F.
[139] Cf. GILES, Mark *et al. Managing Collective Investment Funds*. 2a. edição. Sussex: Wiley, 2003, p. 299.

Sob o ponto de vista econômico, o apontamento de um monitor independente na estrutura do fundo de investimento é visto como uma solução menos custosa para lidar com o problema de ação coletiva que se coloca em relação à fiscalização do responsável pela gestão do fundo. Como menciona Wallace Wang, "*to mitigate investor apathy and free rider problems, it is desirable to appoint an independent 'monitor' to assume monitoring functions*".[140]

Desse modo, em teoria, tal mecanismo de governança provê um meio eficiente para eliminar, ou ao menos minimizar, os efeitos adversos que transações contaminadas com conflitos do operador ou de suas partes relacionadas poderiam causar em relação aos interesses dos investidores, como a seleção adversa ("*adverse selection")* e, principalmente, de risco moral ("*moral hazard*"), conhecidos problemas advindos da assimetria informacional.[141]

Corroborando o exposto acima, ao fundamentar o requisito de independência dos *Depositaries* em relação às ManCo e aos AIFM previsto nas normas aplicáveis, Sebastian Hooghiemstra explica que a expectativa pela passividade dos investidores diante dos altos custos de coordenação é o motivo fundamental pelo qual se exige que os veículos de investimento coletivo na União Europeia tenham um *Depositary*, sejam eles UCITS ou fundos de investimento alternativos (AIF).[142] Isto é, partindo da premissa de que os investidores não

---

[140] Cf. WANG. Op. Cit., p. 943.

[141] Como explica Otávio Yazbek ao tratar dos problemas decorrentes das assimetrias informacionais: "[o] primeiro desses problemas é o *moral hazard* ou risco moral (como a expressão é traduzida por alguns), cuja consideração surge, historicamente, da análise das relações entre seguradores e segurados. Isso porque se pode, nos contratos de seguro, verificar que, por estarem resguardados, os segurados tendem a reduzir seus cuidados normais em relação ao interesse protegido. Após a contratação, o segurador tem menor ingerência sobre os atos do segurado, sendo limitada a sua capacidade de monitorá-los. Os casos de risco moral, assim, não envolvem propriamente a insuficiência de informações quando da contratação, mas muito mais dificuldades de acompanhamento das ações do *agent* pelo *principal*. Ocorre, nesses casos, a *hidden action*, que Arrow (1984b) caracteriza como '*the difficulty of distinguishing between decisions and exogenous uncertanty*'.
Assim, voltando ao exemplo do seguro, o agente (segurado) pode, em seu benefício, esconder informações que poderiam tornar o produto mais caro. Além dos prejuízos individuais e do subsequente aumento dos custos de transação (sob a forma de custos de monitoramento ou de negociação dos contratos, por exemplo), na medida em que o principal precisa controlar as atividades do agente, o problema do risco moral pode trazer efeitos ainda mais graves para o funcionamento dos mercados, desestimulando determinados vínculos ou relações contratuais que poderiam trazer benefícios à coletividade.
Um outro problema que decorre da consideração das assimetrias informacionais é a chamada seleção adversa (*adverse selection*). Tipicamente, a seleção adversa é associada a casos de *hidden knowledge*, em que o principal não dispõe de toda a informação necessária acerca daquele com quem irá contratar. Nesses casos, o contratado tem estímulos para beneficiar-se de tal situação, enquanto o contratante, sabendo daquele estímulo, procura salvaguardas, oferta de preços mais baixos ou mesmo, simplesmente, deixa de contratar. São evidentes as ineficiências decorrentes dessa combinação". Cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2a edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 40-41.

[142] Nas palavras do autor: "[t]*he collective investment nature of AIFs and UCITS implies that AIFMs and UCITS ManCos invest upon the behalf of multiple investors that are sharing 'pooled risks' as they are bound by the terms of a single legal form. The plurality of investors leads to investor passivity as a result of collective action problems. Instead, the AIFMD* [i.e., Diretiva 2011/61/EU] *and UCITSD V* [i.e., Diretiva 2009/65/EC] *require the depositary to performing controlling tasks on behalf of the plurality of investors based upon the economic principle of 'cheapest cost avoider' efficiency. Given the existence of transaction costs, the optimal legal solution is to assign the depositary to perform controlling tasks as the depositary is the party that is able to minimize negative*

supervisionarão a conduta das ManCo ou AIFM, o regramento coloca essa responsabilidade sobre os custodiantes dos veículos, que, assim, são alçados à posição de *Depositaries*.

2.3.3 Consolidação da estrutura trilateral de governança

A estratégia de supervisão por terceiros vem sendo identificada em inúmeras jurisdições desde os primeiros trabalhos comparativos sobre as estruturas de governança dos veículos de investimento coletivo.[143] Em outras palavras, isso significa que países de tradições jurídicas distintas acabaram historicamente por tentar solucionar aquele desafio de governança através de uma estratégia comum. Em razão disso, a estrutura tripartite investidor-gestor-supervisor é considerada um pilar global da governança dos veículos de investimento coletivo.[144]

Por essa perspectiva, um veículo investimento coletivo pode ser compreendido como um arranjo trilateral entre o gestor, o investidor e o monitor. É o que a doutrina europeia denomina de triângulo do investimento.[145] Nesse arranjo, os investidores contribuem com os recursos; o gestor, com o conhecimento; e o monitor assume funções de supervisão.

E, se a convergência ao redor da estratégia de supervisão por terceiros é historicamente perceptível, ela vem sendo intensificada nos últimos tempos por conta da edição de princípios versando sobre esse tema. É importante entender o que levou a esse movimento.

No início dos anos 2000, logo após os eventos relacionados à queda da Enron, a indústria de fundos de investimento americana experimentou aquele que foi considerado o seu primeiro grande escândalo desde o *crash* de 1929, por conta da descoberta da reiterada ocorrência de práticas irregulares conhecidas como *late trading* e *market timing*. Em suma, essas práticas permitiam – com o conhecimento e anuência dos gestores dos *mutual funds* – que determinados

---

externalities (or third-party harms), the sum of the cost of (preventing) accidents for the plurality of investors, most efficiently. The depositary for the performing of the controlling tasks, thus, needs to be a separate legal entity from the AIFM and UCITS ManCo". Cf. HOOGHIEMSTRA, Sebastian. *Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe*. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de Utrecht, Utrecht, 2018, p. 175. Disponível em: <https://dspace.library.uu.nl/handle/1874/358666>. Acesso em: 1.4.2021.

[143] Cf. IOSCO. *Principles for the Regulation of CIS*, p. 25.

[144] Cf. WANG. Op. Cit., p. 947.

[145] De acordo com Dirk Zetzsche: "*European investment fund law builds on the so-called Investment Triangle first implemented by the UCITSD in 1985 for retail investment funds that invest according to the principle of risk spreading in transferable securities. Both the UCITSD and the AIFMD require a general structure of investment activities which can legally be characterized as a triangle, the three corners of which constitute 1) the investor, 2) the asset manager/AIFM and 3) the depositary/custodian. The fund(s) is/are at the centre of this arrangement. This holds true even when in practice many services are delegated to specialized service providers or when funds are set up as an investment company which is available in corporate or partnership form*".Cf. ZETZSCHE, Dirk. *The Anatomy of European Investment Fund Law*, 2017, p. 36. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2951681>. Acesso em: 1.4.2021.

investidores desses fundos fossem favorecidos em detrimento de outros.[146] Tais eventos tiveram ampla divulgação na imprensa, geraram multas colossais e levantaram sérias dúvidas não apenas a respeito da efetividade da governança dos fundos, e também sobre a atuação a supervisão desses veículos por parte da SEC. Acadêmicos como John Coffee, Tamar Frankel e Lawrance Cunningham, dentre muitos outros, se debruçaram sobre o assunto.[147]

Diante da forte comoção ao redor do tema, no âmbito de sua 29ª Conferência Anual, realizada na cidade de Amã, em 2004, a IOSCO decidiu dedicar maior atenção à governança dos veículos de investimento coletivo. Nessa ocasião, o Comitê Técnico dessa entidade encarregou o Comitê de Gestão de Recursos da organização, então denominado *Standing Committee* 5 (SC5), a realizar um amplo estudo sobre a governança desses veículos, a fim de serem estabelecidos princípios gerais para a sua organização.[148]

Esse amplo trabalho resultou em um relatório intitulado "*Examination of Governance for Collective Investment Schemes*", que foi dividido em duas partes. Na primeira parte, são analisados e descritos os modelos de governança desses veículos em todos os países integrantes do SC5.[149] Naquele momento, esse comitê era composto por Austrália, Brasil, Canadá, França Alemanha, Hong Kong, Irlanda, Itália, Japão, Jersey, Luxemburgo, México, Países Baixos, Portugal, Espanha, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos.

Nesse levantamento, foram identificadas muitas características comuns entre as referidas jurisdições. Algumas delas são: (i) a existência de definição da estrutura legal e regulatória para o funcionamento dos veículos de investimento coletivo; (ii) o reconhecimento de que os investidores de fundos devem ter certos direitos essenciais, embora esses direitos essenciais variem entre as jurisdições; (iii) a obrigação de que aqueles que prestam serviços para os veículos implementem controles internos para assegurar que sua atuação se dê em consonância com as exigências legais e regulatórias; (iv) a prestação compulsória de informações; e (v) a existência de associações de participantes da indústria de fundos que, por

---

[146] V., a respeito: BIRDTHISTLE. Op. Cit., pp. 112-133.

[147] Cf. COFFEE JR., John. *A Course of Inaction: Where Was the SEC When the Mutual Fund Scandal Happened?* Legal Affairs, 2004. Disponivel em <https://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2004/review_coffee_marapr04.msp>. Acesso em: 4.4.2021; e FRANKEL, Tamar; e CUNNINGHAM, Lawrence. The Mysterious Ways of Mutual Funds: Market Timing. *Annual Review of Banking and Financial Law*, Vol. 25, Nº. 1, 2006. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960145>. Acesso em: 4.4.2021.

[148] Nos termos do *Final Communiqué* do evento: "[r]*ecent CIS-related market events have called into question the effectiveness of the governance systems of the CIS operators involved. In response, the Technical Committee has approved a new mandate for work relating to the governance of collective investment schemes*". Cf. IOSCO. *Final Communiqué of the XXIXth Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions*. 2004. Disponível em: <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS67-English.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

[149] Cf. IOSCO. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Part I (Final Report).* 2006. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

meio de códigos de conduta e de melhores práticas, ajudam a desenvolver as regras, padrões e boas práticas para o mercado de fundos de investimento.

Verificou-se, ainda, que a estrutura de governança dos veículos de investimento coletivo, notadamente no que diz respeito à maneira como são endereçados os conflitos de interesse inerentes a sua organização, reflete, em uma primeira camada, as formas legais assumidas por esses veículos em cada uma das jurisdições estudadas. Assim, tendo em vista as diferenças estruturais presentes entre as jurisdições, foi definido um princípio geral e primário para a governança dos fundos de investimento que estivesse presente em todos os países.

O princípio de governança prevalente identificado pela IOSCO é o de que a estrutura veículos de investimento coletivo, independentemente de sua conformação jurídica, deve contar, em benefício da proteção dos investidores, com um ou mais atores que agem como supervisores independentes da atuação daqueles responsáveis por operar esse veículo, notadamente o responsável por executar suas estratégias de investimento. Esses atores, vale dizer, foram tecnicamente nomeados de Entidades Independentes de Supervisão.

A respeito, cabe transcrever o trecho relevante do entendimento da IOSCO: [150]

> As discussed below, **SC5 member jurisdictions agree that, as a primary principle, CIS Governance must provide for independent review and oversight of the organization and operation of the CIS. In each SC5 member jurisdiction, Independent Entities are the primary source of independent review and oversight.**
>
> The Independent Entity's or Independent Entities' main purpose should be ensuring that when faced with a conflict, CIS Operators respect the applicable rules, their contractual obligations and their duties, from "an outside, although objective and informed, perspective", and therefore protect CIS Investors from divergent behaviors of the CIS Operator.
>
> Many SC5 jurisdictions impose a fiduciary duty on CIS Operators to act in the CIS Investors' best interests. Independently of the form or model under which a CIS is organized, CIS Operators should always be subject to the fiduciary duty of acting for CIS Investors in the best possible way. The respect for this duty constitutes a core fundamental principle of CIS management.
>
> **Nevertheless, as noted in this paper, CIS often entail a separation of the ownership of the CIS from its management which carries the potential for the interests of the CIS Operator and CIS investors to diverge. Therefore, in order to ensure that the CIS Operators do not deviate from their duties it is fundamental that their activity be properly monitored by Independent Entities**." (negritos nossos)

[150] Cf. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Final Report (Part I),* pp. 10-11.

A propósito, é importante salientar que os princípios emitidos pela OCDE foram nessa mesma linha. Em seu mencionado "*White Paper on the Governance of Collective Investment Schemes*", o último princípio identificado pela organização foi o de que a governança interna dos veículos de investimento coletivo "*should provide for review by an entity that is independent of the management of the operator to determine that investor protection standards are observed and that conflicts of interest are resolved without prejudice to investors*".[151]

A presença de um ou mais atores na estrutura dos veículos de investimento coletivo que funcionem como Entidades Independentes de Supervisão, portanto, foi alçada ao princípio máximo de governança dos fundos de investimento. E, cumpre registrar, a orientação de que as operações dos fundos investimento devem ser objeto de contínua supervisão por partes independentes continua atualmente refletida nos princípios emitidos pela IOSCO.[152]

2.4 O papel dos *gatekeepers* dos fundos de investimento

Se os arcabouços jurídicos convergiram no sentido de eleger um ou mais atores como responsáveis por monitorar o operador do fundo de investimento, há menor aproximação no que diz respeito ao que efetivamente precisa ser objeto de supervisão. Na realidade, as atribuições dos agentes alçados à posição de monitores podem ter múltiplas dimensões de acordo com o regime jurídico em questão.[153] Essas variações são reflexos das preocupações e circunstâncias existentes em cada país. Os monitores podem ter funções mais ativas. O mais comum, no entanto, é que a esse supervisor sejam atribuídas responsabilidades de natureza mais passiva, notadamente colocando sobre ele a posição de guardião ("*gatekeeper"*) do fundo.

Nesse sentido, é corriqueiro que tanto os *Depositaries* no regime europeu quanto os conselheiros independentes no sistema norte-americano sejam apontados como os *gatekeepers* dos veículos de investimento coletivo.[154] As expressões "Entidade Independente de Supervisão" e "*gatekeepers*", assim, podem ser utilizados como sinônimos.

---

[151] Cf. OCDE. *White Paper on the Governance of Collective Investment Schemes*, p. 167.

[152] O vigente "*Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*" da IOSCO, emitido em 2017, assim dispõe: "*CIS governance should provide for a framework that seeks to ensure that a CIS is organized and operated in the interests of CIS investors and, where there might be conflict between the interests of CIS investors and persons connected with the CIS, not in the interests of the connected persons. In order to ensure that CIS operators do not breach their duties, it is fundamental that their organization and activity is subject to at least annual review by an independent auditor and/or ongoing review and oversight by an independent third party*". Cf. IOSCO. Op. Cit., pp. 155.

[153] Cf. WANG. Op. Cit., p. 944.

[154] Para o regime europeu: "[t]*he depositary in a UCITS fund plays a key role as a gatekeeper, protecting investors' interests*", cf. BANCO MUNDIAL. *Review of Governance of Collective Investment Funds in the New Member States of the European Union*, 2008, p. 15. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/13008>. Acesso em: 4.4.2021. Em relação ao regime norte-

2.4.1 O que são *gatekeepers*?

O termo "*gatekeeper*" é manejado em múltiplas áreas do direito e de outras ciências, como economia, política e psicologia – quase sempre, com algum grau de variação. E não poderia ser diferente, afinal, trata-se de uma metáfora, e não de um conceito propriamente dito.

A metáfora é bem simples. Ela começa pela figura de um portão pelo qual determinado agente deve obrigatoriamente cruzar para chegar a algum lugar. Esse portão somente pode ser aberto por um ato de vontade de quem o controla, isto é, seu porteiro, vigia ou guardião. Daí se conclui que, para cruzar o portão e atingir o seu objetivo, o agente precisa contar com a anuência de quem o tem sob comando. No âmbito jurídico, não obstante a existência de variações, a metáfora é utilizada genericamente para designar atores que, de alguma maneira, possuem a capacidade de obstaculizar a realização de uma irregularidade ao não abrirem o portão que está sob a sua responsabilidade, impedindo que o agente atinja a finalidade (ilícita) por ele almejada.[155]

Em linhas gerais, esses guardiões são atores privados chamados, em auxílio ao controle estatal, a atuar como agentes de supervisão da conduta de pessoas que, potencialmente, não são dissuadidas eficientemente a não cometer irregularidades apenas por meio de sua responsabilização direta. O alistamento desses atores privados muitas vezes envolve a imposição de sanções nos casos em que o *gatekeeper* participe de determinada irregularidade, ou mesmo se ele falhar em prevenir, ou tornar pública essa irregularidade. O guardião age para

---

americano: "[a]*nd, for the funds to serve their investors' interests, directors must discharge their important gatekeeper function, assuring that proper procedures are followed and that the interests of investors are served*", cf. WHITE, Mary Jo. *The Fund Director in 2016: Keynote Address at the Mutual Fund Directors Forum 2016 Policy Conference*. 2016. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/chair-white-mutual-fund-directors-forum-3-29-16.html>. Acesso em: 4.4.2021.

[155] Uma definição constantemente citada, no contexto brasileiro, para definir o que são *gatekeepers* é a dada pelo então diretor da CVM Pedro Marcílio no âmbito da decisão do Colegiado tomada no PAS CVM nº 12/2004, Rel. SGE, apreciado em 1.8.2006. Vale transcrever: "[d]ada a disparidade dos deveres e obrigações impostos aos Intermediários e aos Investidores, a análise da conveniência e oportunidade da celebração do termo de compromisso deve levar em conta, primeiramente, a diferença de deveres e obrigações impostos a cada classe de indiciados. Enquanto os Intermediários assumem, perante o mercado, não só a obrigação de obedecer a legislação, mas atuam, também,como um dos pilares necessários à confiança e respeitabilidade do mercado de valores mobiliários, atuando como agentes asseguradores do cumprimento das regras estabelecidas por terceiros ("gatekeepers", na linguagem norte-americana) - ou seja, além de cumprir as normas, os Intermediários devem zelar para que as pessoas que atuam por seu intermédio também cumpram essas normas. Já os Investidores, são meros "usuários" do mercado, e, nessa condição, estão desobrigados de zelar para que os demais participantes do mercado cumpram com suas obrigações. A eles é imputado apenas o cumprimento de suas próprias obrigações. Investidores não são, portanto, "gatekeepers"".

evitar o cometimento de tais ilícitos não apenas porque pode incorrer em penalidades caso eles sejam praticados, mas também para preservar sua reputação no mercado em que atua.[156]

Essa estratégia ganhou notoriedade nos estudos sobre a regulação do mercado de capitais a partir de uma dupla de artigos escritos por Reinier Kraakman em meados dos anos 1980, quais sejam,*"Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*" e *"Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*", que desenvolveu a ideias tecidas no título anterior. [157] De lá para cá, inúmeros debates têm se colocado ao redor do conceito, funções e características essenciais dos guardiões, bem como a respeito de sua eficácia, e para alguns ineficácia, em prevenir a ocorrência de irregularidades.[158]

Dentre todos esses relevantes debates, o que interesse principalmente para fins desse estudo é ter em vista que meramente afirmar que um agente econômico é um *gatekeeper* pode trazer menos benefícios do que o esperado com essa estratégia jurídica ou, no limite, pode ser até mesmo prejudicial. Com efeito, como ressaltou Reinier Kraakman desde os estudos iniciais sobre o tema, deveres genéricos sem regras ou precedentes que orientem sobre como se deve agir potencialmente trazem riscos de sub ou super monitoramento. Em palavras muito simples, isso ocorre porque o guardião orienta sua conduta sopesando os riscos de ulterior responsabilização na hipótese de não cumprir adequadamente com o seu papel de supervisor.[159]

---

[156] Na abrangente definição proposta por Taimi Haensel: "[e]ntendemos tratarem-se os gatekeepers de indivíduos ou instituições, dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame. Tais indivíduos e instituições (a exemplo das instituições distribuidoras, das instituições intermediárias, dos analistas de valores mobiliários, dos auditores independentes, das agências de rating e dos advogados) teriam, concomitantemente, o papel de auxiliares do poder regulador tanto no mercado primário quanto no secundário. A razão disso é que a própria existência e continuidade de seus negócios é colocada em risco ao assegurar, com garantia em sua reputação, questões como (i) a veracidade e correção das ofertas cujas informações chancela; (ii) a adequação das operações realizadas às normas vigentes; e (iii) a prestação de serviços de intermediação de maneira conforme à lei. Cf. HAENSEL, Taimi. *A Figura dos Gatekeepers*: *Aplicação às Instituições Intermediárias do Mercado Organizado de Valores Mobiliários Brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2014, pp. 68-69.

[157]Cf. KRAAKMAN, Reinier. *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*. Yale Law Journal, 93, 1984, p. 888-896. Disponível em: https://core.ac.uk/download/pdf/160249207.pdf >. Acesso em: 4.4.2021; e KRAAKMAN, Reinier. *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*. Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 2, Nº 1, 1986. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/764916>. Acesso em: 4.4.2021.

[158] V., a respeito, a crítica de COFFEE JR., John. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford University Press: Oxford, 2006, especialmente pp. 15-78.

[159] O tema é assim articulado por Reinier Kraakman: [c]*onsider first the relationship between the private costs of gatekeeper liability and the design of the gatekeeper's duty of care. Sharply limited duties regulate performance costs directly and leave little room for inadvertent liability or the attendant costs of bearing or shifting legal risk. Simple operational duties ("examine identification to verify age") are good examples. In addition, a scienter standard that looks to the gatekeeper's knowledge or intent is the limiting case, because it restricts liability to misconduct that gatekeepers detect even without a monitoring duty. Both kinds of regimes, then, divorce the private costs of gatekeeping from the magnitude of the sanctions imposed upon wayward gatekeepers.*

By contrast, gatekeeping duties that are less focused resemble conventional tort regimes, in which expected damages play a key role in regulating private costs and precautionary measures. For example, if gatekeepers are

Por exemplo, no caso de a regulação impor ao guardião uma obrigação operacional bem delimitada como "examine a identidade de uma pessoa para verificar sua idade antes de liberar sua entrada em um estabelecimento que não permite a presença de menores", não há espaço para maiores dúvidas. O guardião sabe exatamente o que fazer – olhar a identidade – e o que não fazer – liberar alguém sem antes checar sua idade. Isso significa que é fácil medir os riscos de realizar ou não a obrigação incumbida diante do inequívoco conhecimento de qual é essa tarefa. O guardião pode até não a cumprir caso entenda ser mais eficiente correr o risco de ser flagrado nessa violação do que incorrer nos custos de executar a tarefa; mas, o que importa é que essa avaliação pode ser feita com alguma precisão.

Contudo, a situação se altera se o guardião não souber bem o que dele se espera. Nesse cenário, há dois potenciais riscos: primeiro de que o *gatekeeper* executará um monitoramento mais rígido do que o necessário (se, por receio da responsabilização, sua conclusão for de que vale mais a pena pecar pelo excesso do que pela falta); e, em sentido oposto, há ainda o risco de que guardião realizará um monitoramento inferior ao nível adequado, porque selecionará e realizará as atividades de supervisão que, em sua concepção, terão o potencial de reduzir a possibilidade de sua responsabilização futura.

Para além disso, um dever de monitoramento de natureza difusa pode, na prática, até mesmo se aproximar de um *standard* de responsabilidade objetiva, já que o risco do *gatekeeper* de responder por atos irregulares de seu alvo acabar por ofuscar os custos incorridos no desempenho da função de monitoramento. Em outras palavras, o guardião pode vir a ser penalizado mesmo se o ilícito ultrapassar a esfera daquilo que ele realmente tem como detectar.

Embora pareçam ser muito abstratos e teóricos, esses perigos têm implicações reais. Especificamente na indústria dos fundos de investimento, tais riscos podem levar ao aumento dos custos se o ator alçado à posição de *gatekeeper*, temendo ser responsabilizado por falhar em seu papel de monitoramento, decidir por ser extremamente zeloso; nesse caso, ele cobrará mais para o exercício de suas funções e esses custos, ao fim e ao cabo, serão arcados pelos

---

required to engage in "reasonable" monitoring, without any rules or precedents for guidance, they will presumably select whatever monitoring activities reduce their net expected costs of penalties or damages. Theoretically, if these penalties are set correctly and if neither gatekeepers nor courts make mistakes gatekeepers will undertake precisely the right monitoring activities, while once again escaping any risk of inadvertent liability. But penalties may not be set correctly, in which case gatekeepers will over or undermonitor. Equally important, both courts and gatekeepers are likely to err in rough proportion to the complexity of misconduct or the ambiguity of the law. Thus, even conservative gatekeepers will face legal risks despite their best efforts, which they must either bear (and reflect in the price of their services) or attempt to shift by modifying their contracting behavior in other ways.
In the limiting case of a diffuse monitoring "duty"- a strict liability standard - this residual risk might easily overshadow the gatekeeper's performance costs: that is, gatekeepers may be penalized for a much wider range of misconduct than they can actually detect". Cf. KRAAKMAN. *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement*, p. 76.

investidores dos fundos de investimento.[160] Mas, a outra situação também pode se materializar, levando à potencial instalação de um cenário de diluição de riscos e responsabilidades.[161]

Por óbvio, nenhum dos cenários é o ideal – embora, nem sempre, seja possível evitá-los por completo. Isso porque, como já explicava Reinier Kraakman, o escopo e a duração da relação mantida entre os *gatekeepers* e os sujeitos alvo de sua supervisão não são idênticos, existindo um espectro em que há dois regimes distintos nas pontas opostas.

De um lado, há os guardiões, apelidados de seguranças ("*bouncers"*), cuja relação com o alvo é pontual. Nesse caso, o guardião obsta a realização da irregularidade impedindo o sujeito de acessar determinado mercado em certo contexto, como é o caso do literal exemplo do segurança que evita que um menor de idade entre em um estabelecimento quando a lei assim proíbe. Em tais relações, a especificação dos deveres do guardião é uma tarefa mais simples.

De outro lado, há também os guardiões conhecidos como acompanhantes ("*chaperones"*), que mantêm uma relação mais duradoura com o sujeito-alvo de sua supervisão e, por isso, possuem a capacidade de detectar e obstaculizar ilícitos ao longo do desdobramento dessa relação. Como é intuitivo, muitos dos agentes considerados *gatekeepers* no mercado de capitais (como auditores, intermediários, agências de *rating*, analistas de valores mobiliários, dentre outros) se enquadram nesse regime. Diversamente do outro exemplo, na maior parte dos casos a relação entre tais guardiões-acompanhantes e os sujeitos-alvo é de natureza mais complexa e, assim, ao invés de deveres operacionais muito precisos, a eles são atribuídas

---

[160] O ponto foi ressaltado pelo diretor da CVM Gustavo Gonzalez no âmbito de processo sancionador em que um administrador de fundos de investimento foi acusado de não fiscalizar adequadamente o gestor do veículo. Disse o referido diretor: "38. Esse dever de monitoramento do administrador fiduciário precisa ser interpretado de forma cuidadosa. Como disse recentemente, as diversas representações do dever de diligência – em especial, aquela associada ao dever de fiscalizar – não podem ser lidas de modo excessivamente abrangente, sob pena de se criarem expectativas irreais de comportamento e parâmetros despropositadamente rigorosos de revisão que, ao final, na indústria de fundos tendem a criar redundâncias descabidas e custos desnecessários." Cf. PAS CVM nº PAS 05/2012, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 3.12.2019.

[161] Em linha com o voto proferido pelo Conselheiro Carlos Portugal Gouvêa: "50. Para evitar fraudes nos mercados de capitais, uma das piores políticas é a de não identificação clara das responsabilidades. Isso gera a ampliação dos problemas relacionados à assimetria de informações. Foi o que se identificou com a análise da crise de 2008 no mercado norte-americano. (.) 52. No caso brasileiro, o mercado de fundos de investimento corre o risco de seguir o mesmo caminho, caso a CVM adote interpretações extensivas com relação à responsabilidade dos prestadores de serviços para fundos de investimentos, em contradição com suas próprias normas, o que é preocupante. Se todos acham que podem transferir a responsabilidade para outros agentes e não há clareza sobre a responsabilidade de cada participante do mercado, ninguém assume nenhuma responsabilidade e ninguém faz a devida análise dos riscos envolvidos. No caso brasileiro, naquilo que se poderia chamar, de forma geral, de administração de fundos, identificamos potencialmente diversos agentes, todos operando por delegação: o próprio administrador fiduciário, a gestora da carteira, a consultoria de investimentos, o custodiante, os distribuidores, a auditoria externa e as agências de classificação de riscos, dentre outros prestadores de serviços. Caso as responsabilidades de cada um desses agentes não sejam bem especificadas, ou pior, exista uma tentativa de expandir a interpretação da regulamentação para dividir tais responsabilidades, o que teremos é um processo de diluição de riscos e responsabilidades, o que é campo fértil para fraudes." Cf. Ac. CRSFN nº 77/2018, Rel. Cons. Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, j. em 24.04.2018.

obrigações de monitoramento mais genéricas. Em outras palavras, os guardiões-acompanhantes são responsabilizados, em geral, se não forem diligentes no exercício de seu monitoramento. E isso, por sua vez, traz a indagação de qual é o nível esperado de diligência desses agentes.

Em casos tais, para contornar ao menos parcialmente os problemas relativos aos deveres genéricos de *gatekeeping*, pode-se recorrer a duas saídas. A primeira é a seleção das sanções, isto é, limitar as penalidades que o guardião pode incorrer no caso de infringir sua obrigação. Ao saber exatamente quais penalidades pode enfrentar se falhar com sua missão, o guardião tem meios para realizar aquele cálculo de custo-benefício e, assim, ajustar a sua atuação.

A segunda forma é a seleção dos deveres, ou seja, transformar (na medida do factível ante a natureza da relação mantida entre o guardião-acompanhante e o seu sujeito-alvo) uma obrigação genérica em incumbências mais específicas, posto que deveres mais precisos "*encourage gatekeepers to detect easily visible misconduct without creating liability for wrongdoing that is costly or impossible to spot*".[162]

E foi essa última opção que, em âmbito internacional, se tentou alcançar em relação aos *gatekeepers* dos fundos de investimento, conforme descrito nos parágrafos a seguir.

2.4.2 Princípios da IOSCO

Com a identificação de que o princípio primário de governança dos veículos de investimento coletivo reside na presença das chamadas Entidades Independentes de Supervisão, um segundo desafio que se apresentou para a IOSCO foi o delineamento desses princípios. Em outras palavras, faltava definir qual seria o papel verdadeiramente esperado desses *gatekeepers*.

Por conta de diferenças estruturais, os atores que assumem essa posição variam entre os regimes jurídicos, o que torna bastante difícil delinear princípios comuns à sua atuação. Porém, essa é uma tarefa que, por óbvio, precisava ser enfrentada. Diante da multiplicidade de atores envolvidos na operação dos fundos, havia uma expectativa dos reguladores, das associações de participantes da indústria, dos autorreguladores e dos prestadores de serviços, de que o genérico dever de atuar no interesse dos investidores fosse traduzido em diretrizes mais específicas a fim de se evitar ambiguidades, especialmente no que diz respeito aos distintos atores com funções de monitoramento nessa estrutura.[163]

Assim, após a divulgação da primeira parte do relatório denominado "*Examination of Governance for Collective Investment Schemes*", por meio do qual se determinou que os fundos

[162] Cf. KRAAKMAN. *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement*, p. 79.
[163] Cf. OCDE. *White Paper on the Governance of Collective Investment Schemes*, p. 166.

de investimento deveriam ter Entidades Independentes de Supervisão tendo em vista o potencial desalinhamento de interesses entre o gestor e os investidores, a IOSCO entendeu por bem abrir uma nova consulta pública relacionada ao tema, dessa vez voltada a tratar das atribuições dos atores com responsabilidades de monitoramento. E isso redundou na publicação da segunda parte do referido relatório, no qual foram, enfim, delineados princípios sobre os critérios de independência, os poderes e as funções a serem desempenhadas por esses *gatekeepers*.[164]

Muitos entendimentos relevantes foram divulgados por meio desse segundo documento. O primeiro deles é que não há estrutura única nem mesmo solução ótima para a implementação dos aspectos de governança dos veículos coletivos de investimento. Há casos em que apenas um ator reúne as características necessárias e possui poderes suficientes para realizar as tarefas de supervisão, igualmente havendo situações em que pode ser mais adequado que as responsabilidades de monitoramento sejam distribuídas entre diferentes atores. Observados determinados princípios e arranjos, soluções distintas podem ser igualmente eficientes. Não há, portanto, um modelo de governança que possa ser considerado como o *first best*.

Não obstante as considerações acima, a IOSCO mais uma vez reforçou que as orientações ali mencionadas seriam aplicáveis, ainda que somente como um guia e não taxativamente, a todas as jurisdições estudadas. Isso porque, tendo em vista as circunstâncias que levaram à realização do referido estudo, o que se buscava precipuamente naquele momento era a promoção de princípios que fossem capazes de assegurar altos padrões regulatórios para a governança dos veículos coletivos de investimento em quaisquer jurisdições. A conclusão, portanto, é que os princípios ali delineados são válidos para todos os modelos regulatórios.

Para além disso, a IOSCO reconheceu expressamente o valor dos códigos de melhores práticas emitidos por associações de participantes da indústria e por autorreguladores como meios eficazes de delimitar o papel dos referidos *gatekeepers*. Esse reconhecimento foi resposta a uma sugestão da European Fund and Asset Management Association - EFAMA, a principal associação da indústria de fundos na União Europeia, durante a consulta pública que precedeu a emissão da versão final do documento em questão, que manifestou seu entendimento de que o relatório deveria dar mais proeminência ao papel da autorregulação, por se tratar de um meio efetivo de lidar com a governança dos veículos de investimento coletivo.[165]

---

[164] Cf. IOSCO. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Part. II - Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the 'Independent Oversight Entities* (*Final Report*). 2007. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD237.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.
[165] Cf. Ibid, p. 18.

A IOSCO concordou com a sugestão e inseriu referências à autorregulação no referido documento, destacando textualmente, por exemplo, que "*complementary examples provided through industry self-regulation should also be considered as relevant guidance*".[166]

Isto posto, tendo em vista a relevância do documento em comento para esse trabalho, os parágrafos a seguir resumem as orientações mais relevantes que podem ser dele extraídas.

a. Independência

Pela leitura das respostas à consulta pública que precedeu a emissão dos princípios em questão é possível perceber que o requisito de independência das Entidades Independentes de Supervisão com relação ao operador do veículo de investimento foi objeto de intenso debate. Embora tenha sido possível identificar que algum grau de independência era requerido em todas as economias estudadas, o que isso significava variava entre as jurisdições, muito em razão das diferenças nos modelos de governança de seus veículos de investimento coletivo.

Por exemplo, nos casos em que o *gatekeeper* primário é o Conselho de Administração do fundo, a independência pode ser medida pela quantidade de conselheiros independentes do gestor. Mas, quando o modelo regulatório em avaliação é de natureza contratual, a independência pode ser relativa à segregação funcional entre o *Depositary* e o gestor do fundo, o que pode ser garantido por meio de segregação de atividades nos casos em que ambos pertençam a um mesmo conglomerado financeiro. A fim de abarcar essas diferenças, o conceito de independência foi definido de maneira bastante ampla pela IOSCO.

No contexto da regulação dos veículos de investimento coletivo, a independência é compreendida como o conjunto de arranjos que proporcionam as Entidades Independentes de Supervisão com autonomia e condições legais apropriadas para exercer seus poderes e funções sem restrições ou interferências do operador do veículo de investimento coletivo ou de suas partes relacionadas, possibilitando a realização de uma supervisão adequada e objetiva das atividades do veículo e de seu operador com o fim de proteger os investidores do fundo.[167]

Com essa abrangente definição, o que essencialmente se espera é que o ator ou atores que vão assumir o papel de *gatekeepers* dos veículos de investimento coletivos sejam nomeados ou destituídos sob condições que assegurem que o processo de tomada de decisão a respeito de

---

[166] Cf. Ibid, p. 4.

[167] Trata-se de livre adaptação do conceito assim definido pela IOSCO: "[*r*]*egardless of the different forms under which a CIS is incorporated and the specific nature of the Independent Entities, the concept of independence could be defined as* '*a set of arrangements that provide Independent Entities with appropriate legal conditions and autonomy to exercise their powers and functions without constraints or interferences from the CIS Operator or its related parties5, and allow adequate and objective oversight of the CIS and CIS Operator's activities, with the objective of protecting CIS Investors and their assets*'". Cf. Ibid., p. 4.

sua nomeação ou destituição não seja maculado por qualquer tipo de conflito de interesses com o responsável pela operação do fundo de investimento ou suas partes relacionadas.

Em suma, para que possam exercer fielmente as suas atribuições, os *gatekeepers* devem estar fora do controle ou influência indevida do responsável pela operação do fundo e suas partes relacionadas. A finalidade dessa orientação é mitigar a possibilidade de o operador do fundo de investimento criar barreiras à plena execução das tarefas conferidas aos *gatekeepers*, o que seria possível se o operador tiver discricionariedade ampla para substituí-los sem justificativas. Uma forma de implementar essa orientação é por meio da submissão da nomeação, ou destituição desses guardiões à assembleia geral dos investidores ou mesmo ao crivo do regulador nos casos em que a primeira opção não for factível. A substituição dos *gatekeepers* deve ser sempre justificada e divulgada para os investidores e reguladores.

b. Poderes

A análise comparativa dos modelos de governança dos veículos de investimento coletivo permitiu se chegar a alguns pontos comuns quanto aos poderes que devem ser concedidos às Entidades Independentes de Supervisão para o adequado exercício de suas funções. A começar pela necessidade de que seja assegurado a essas Entidades o direito de receber todas as informações essenciais para o exercício de sua atividade de supervisão. Do contrário, seu papel de monitoramento obviamente restaria prejudicado.

Notadamente em se tratando de fundos estruturados sob um prisma societário, uma questão relevante é que os membros independentes do Conselho de Administração tenham meios de realizar suas tarefas sem precisar contar com a anuência do operador do fundo de investimento. Exemplo disso é a permissão de que esses conselheiros contratem assistência jurídica e financeira às expensas do fundo, sem a necessidade de submeter tal decisão ao responsável pela operação do veículo.

c. Funções

É preciso haver uma clara separação entre a gestão do fundo e sua supervisão. Nas palavras da IOSCO: "[t]*here should not be any confusion between responsibilities of the Independent Oversight Entities when exercising their oversight function on the one side and the CIS Operator in its asset management role over the CIS on the other side*". [168]

[168] Cf. Ibid., p. 8. Esse requisito, no entanto, não impede que as Entidades Independentes de Supervisão tenham a obrigação de participar da elaboração das políticas de investimento do fundo, como legalmente exigido em alguns países estudados por aquela entidade.

Em outros termos, os *gatekeepers* dos fundos de investimento não devem ter poderes sobre o dia a dia da gestão da carteira do veículo. Cabe-lhes somente aferir a conformidade das decisões de investimento às restrições regulatórias e contratuais aplicáveis, e não adentrar ao seu mérito. Em especial, porque sua missão fundamental é a de monitorar o exercício da atividade de gestão – e, naturalmente, existe uma incompatibilidade evidente entre realizar uma tarefa e, em seguida, atestar sua conformidade. Em última instância, a confusão entre esses dois papeis, de executor e supervisor da gestão da carteira, acabaria por levar os *gatekeepers* a monitorar uma atividade da qual eles próprios participaram, ou sobre a qual detém autoridade. A toda evidência, essa ambiguidade deve ser evitada.[169]

As funções atribuídas aos *gatekeepers* dos fundos têm por finalidade última assegurar que eles sejam operados visando ao atendimento dos interesses dos seus investidores.[170] Assim, alguns exemplos de pontos específicos que podem ser objeto de supervisão são: (i) os potenciais conflitos de interesses em transações entre o veículo, de um lado, e o operador ou suas partes relacionadas, de outro; (ii) a observância dos limites e restrições de investimento contidos no regulamento ou na regulamentação; (iii) o processo de precificação dos ativos e passivos, bem como do cálculo do patrimônio líquido e do valor da cota; e (iv) o exercício dos direitos conferidos pelos ativos integrantes da carteira do fundo, como, por exemplo, o voto em assembleias das companhias investidas.

Espera-se que os guardiões tenham a responsabilidade por avaliar se foram implementados mecanismos apropriados para evitar, ou mitigar, a possibilidade de os recursos aplicados no fundo serem reduzidos por fatores que não os riscos naturais de mercado. Os *gatekeepers* podem ficar responsáveis por avaliar se: (i) as taxas, despesas e quaisquer outros encargos estão sendo cobrados do veículo de acordo com as regras legais ou contratuais aplicáveis; (ii) as receitas auferidas são refletidas no patrimônio de forma correta, tempestiva e equitativa; e (iii) se os investidores estão sendo tratados igualitariamente.

---

[169] Cf. Ibidem.

[170] Nas palavras da IOSCO: [i]*n close relation to the exercise of their powers, Independent Oversight Entities have to perform specific functions with the objective of exercising an overall control over the CIS Operator and the way it manages the CIS. The purpose of this general responsibility is to verify the adequacy of the CIS management, its effectiveness and its compliance with existing rules, and the CIS Operator's contractual obligations and fiduciary duties, under all circumstances and most particularly in all the cases where the CIS Operators' decisions may have a significant impact on the CIS portfolio or on the CIS unitholders' interests.*
The Independent Oversight Entities aim at protecting CIS Investors from divergent behavior of the CIS Operator.In that sense, the functions that are more directly related to investor's protection and particularly those that may prevent and avoid the inappropriate erosion or expropriation of investor's wealth and interests in the CIS are of particular importance". Cf. Ibid., p. 11.

Finalmente, em geral, a delegação do dever de supervisão atribuído aos *gatekeepers* não deve ser permitida pela regulação. Os guardiões, em regra, devem ainda ter o dever de reportar aos reguladores ou até mesmo aos investidores do fundo de investimento sempre que, no exercício de suas atividades de monitoramento, detectarem violações ou irregularidades materiais relacionadas às regras legais ou contratuais aplicáveis ao fundo.

Como se percebe, as recomendações acima sugerem quais matérias podem estar dentro do escopo da supervisão a ser efetuada pelos *gatekeepers*. Em outros termos, não se espera que esses atores tenham genericamente o dever de fiscalizar o operador do fundo de investimento (*quem*), e sim a obrigação de fiscalizar determinadas operações desse veículo (*o que*), havendo ainda a tentativa de se delinear a forma como essa fiscalização pode ser feita (*como*).

Ter essa diferenciação em vista é bastante relevante por ao menos dois motivos. Primeiro, porque o operador pode delegar algumas de suas funções a terceiros, que podem ser até mesmo suas partes relacionadas; essa delegação, naturalmente, não deveria por si só eximir o *gatekeeper* de fiscalizar determinada operação do fundo. Em segundo lugar, porque a razão essencial que levou à edição do documento em questão pela IOSCO foi, justamente, a de melhor delimitar quais são as responsabilidades e funções dos *gatekeepers* dos fundos de investimento.

2.5 Especialização e terceirização na indústria de fundos de investimento

A atribuição de deveres de supervisão ao ator alçado à posição de *gatekeeper*, ou Entidade Independente de Supervisão, não deve ser confundido com aquele advindo de outro fenômeno bastante comum na indústria de fundos de investimento: a terceirização de atividades. Esse movimento ocorre globalmente e tem sido objeto de intensos debates em fóruns multilaterais, os quais, como não poderia deixar de ser, ressoam no Brasil.[171]

Os princípios que versam sobre a terceirização igualmente indicam que o delegante deve atuar como um vigia dos serviços prestados por seu delegatário, sob o fundamento de que aquele, por estar repassando funções originariamente suas, precisa se assegurar que esses terceiros atuem em conformidade com o regime aplicável. Nesse contexto, portanto, o fundamento da imposição dessas obrigações de vigilância é bastante distinto do princípio de

[171] Sobre a influência de produtos regulatórios internacionais no direito brasileiro, especialmente na regulamentação do mercado de valores mobiliários nacional, v. NASSER, Salem; RACHMAN, Nora; e PRADO, Viviane Muller. *Do transnacional para o nacional: IOSCO, o mercado de valores mobiliários brasileiro e accountability*. UNICEUB, Revista de Direito Internacional, V. 13, N. 1, 2013. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/306296744_Do_transnacional_para_o_nacional_IOSCO_o_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_e_accountability>. Acesso em: 15.2.2021.

governança segundo o qual a estrutura de governança dos fundos de investimento deve prever um ator que funcione como um supervisor independente de determinadas operações do veículo.

2.5.1 A terceirização enquanto fenômeno econômico

Notadamente a partir do início da década de 1990, o setor de fundos de investimento passou a ter de lidar com alguns importantes desafios. Por um lado, aqueles decorrentes de forças de mercado: o uso cada vez mais intensivo da informática em suas atividades, fruto da revolução tecnológica do período; a crescente globalização financeira e, com isso, maior oferta e demanda por investimentos em ativos cada vez mais sofisticados oferecidos em diferentes mercados econômicos; e, finalmente, o aumento da concorrência, que passou a ocorrer não apenas a nível local ou mesmo regional, mas também internacionalmente.

A indústria de fundos também passou a experimentar desafios relacionados ao crescente nível de exigências regulatórias, que foram se tornando mais rígidas à medida em que tais veículos passaram a ser cada vez mais utilizados por investidores, em especial, os de varejo. Diante do crescimento da importância dos veículos de investimento coletivo como alternativa de alocação dos recursos excedentes dos investidores, reguladores de diversos países, naturalmente ciosos com a proteção de tais investidores, passaram a elevar a barra regulatória para o exercício de algumas atividades relativas ao funcionamento dos fundos.

Em função desses desafios, o controle e a redução de custos tornaram-se objetivos constantes dos participantes de mercado, ao mesmo tempo em que a operação dos fundos de investimento passou a demandar a realização de serviços cada vez mais especializados e custosos.

Por isso, não é de se estranhar que a terceirização de determinadas atividades necessárias ao funcionamento de um fundo tenha surgido como uma alternativa bastante atraente para atingir aqueles objetivos. Ao longo dos anos, a terceirização acabou por se consolidar como um fenômeno global nessa indústria.[172]

[172] Em grande medida, notadamente em mercados mais desenvolvidos, a terceirização ocorre principalmente com serviços de cunho administrativo, o que pode ser explicado pelo fato de diversas economias terem regras prevendo a segregação ou mesmo a proibição do exercício conjunto, por uma mesma instituição ou conglomerado financeiro, de atividades bancárias e não-bancárias. Assim, como em geral as instituições legitimadas a serem responsáveis por fundos de investimento não têm a mesma estrutura de bancos, tais instituições retém consigo as atividades de maior valor agregado (em especial, a gestão da carteira do fundo), ao passo que terceirizam para outras instituições o exercício das funções que exigem estrutura operacional e humana diferenciada. É certo, entretanto, que a terceirização da gestão da carteira do fundo também é uma realidade bastante consolidada em inúmeros países, embora, no princípio, havia um maior debate se deveria ser ou não permitida. Contrariamente à permissão da terceirização da gestão da carteira do fundo havia o argumento de que uma terceirização completa e sistemática

Os motivos para tanto são bastante conhecidos. A terceirização tem o potencial de prover a obtenção da especialização necessária a uma atividade a um custo potencialmente inferior ao que seria incorrido através da contratação de pessoal interno, permitindo que uma instituição se concentre em sua atividade-fim, e não em atividades secundárias, com potencial redução dos custos.

Adicionalmente a terceirização proporciona flexibilidade aos modelos de negócios de instituições reguladas, permitindo-lhes ajustar o escopo e a escala de suas atividades por força de demandas regulatórias e de mercado.[173]

2.5.2 Preocupações regulatórias

Embora seja uma realidade incontornável por questões econômicas e conjunturais, o movimento de terceirização na indústria de fundos de investimento, assim como em outros setores regulados, traz consigo algumas preocupações, sobretudo, para os reguladores. Se, por um lado, o repasse a terceiros de determinadas funções necessárias ao funcionamento de um fundo é um caminho natural à medida em que tais funções se tornam suficientemente especializadas, surge, por outro lado, a preocupação com a possibilidade de que essa terceirização de funções acabe por minar a proteção do investidor almejada pelos reguladores.

Essa legítima preocupação decorre de variados fatores. É possível, por exemplo, que a parte que assuma funções por terceirização não esteja submetida ao mesmo regime de deveres, e tampouco precise ter a mesma estrutura exigida, por parte da regulação, do prestador de serviços do fundo que engaja esse terceiro para o exercício de tais funções. Assim, enquanto esse prestador de serviços na maior parte dos casos precisa previamente se registrar perante o regulador para o exercício de suas atividades na indústria de fundos (com todos os requisitos operacionais e técnicos decorrentes), nem sempre o mesmo ocorre com o terceiro a quem

---

das principais atividades relacionadas ao funcionamento de um fundo de investimento poderia tornar a instituição legalmente responsável por sua constituição como uma mera "gerenciadora" de serviços terceirizados. Favoravelmente à permissão da terceirização da gestão, havia o argumento de que isso é necessário especialmente diante da globalização dos mercados: em muitos casos, não é possível (ou seria ao menos bastante custoso) que uma única instituição desenvolvesse os conhecimentos exigidos para seleção e análise de ativos cada mais vez complexos oferecidos em mercados distintos, de modo que a terceirização da gestão – ou de parte dela – seria uma alternativa de custo-benefício eficiente comparativamente à outra escolha. Ainda que esse debate tenha sido praticamente superado (em favor da permissão da terceirização da gestão do fundo), alguns regimes ainda preveem uma regra geral vedando que a instituição legalmente responsável pelo fundo se torna uma simples "*letter-box entity*" em decorrência das sistemáticas terceirizações que efetuar, como exposto na Seção 2.6.2.

[173] Cf. IOSCO. *Principles on Outsourcing: Consultation Report*, 2020, p. 8. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD654.pdf>. Acesso em: 16.4.2021.

parcela dessas funções são terceirizadas. A terceirização, portanto, pode ser utilizada como uma maneira de burlar os requisitos de elegibilidade mínimos impostos pela regulamentação.

Outra fonte de potenciais problemas desse fenômeno está relacionada à ocorrência de conflito de interesses. Na medida em que a governança exigida dos fundos de investimento tem por um de seus principais objetivos mitigar os conflitos inerentes à sua estrutura, a terceirização pode ser utilizada como uma forma de burlar os controles exigidos pela regulamentação. Exemplo disso é a possibilidade de a atividade de custódia, que na maior parte das jurisdições deve ser assumida por terceiro funcionalmente independente do responsável pela gestão do fundo (ou, no mínimo, tais funções precisam ser segregadas umas das outras, inclusive fisicamente), ser terceirizada para esse gestor.

Caso não haja transparência sobre a realização da terceirização de funções, é possível que investidores e reguladores sequer tenham conhecimento de quem é o verdadeiro responsável por conduzir tais atividades, prejudicando a imputação de responsabilidades em caso de ocorrência de danos ao fundo ocasionados pela atuação dolosa ou mesmo pela falta de diligência. Também pode ocorrer de a atuação desse terceiro não estar dentro do âmbito de competência de determinado regulador, razão pela qual, nessa hipótese, parcela das atividades de um fundo de investimento seriam carreadas por pessoas físicas ou jurídicas, não sujeitas à supervisão e ao *enforcement* de tal autoridade.

Além disso, tendo em vista que a terceirização é um negócio jurídico celebrado entre um prestador de serviços do fundo, de um lado, e o terceiro, de outro, corre-se o risco de que o conteúdo do contrato firmado entre eles não contemple todas as nuances exigidas por parte da regulamentação para o exercício da atividade terceirizada. Por isso, a terceirização pode levar a um esvaziamento das proteções levantadas pelas normas, em potencial prejuízo ao investidor. Ademais, uma última preocupação reside nas terceirizações em cadeia: a ocorrência de múltiplas e sistemáticas terceirizações pode acarretar diluição de responsabilidades.

Nesse contexto, não é de se estranhar que grande parte dos reguladores tenha buscado caminhos para solucionar esses e outros problemas decorrentes do movimento de terceirização observado na indústria de fundos, especialmente com o propósito de evitar que o repasse de determinadas funções a terceiros pudesse enfraquecer a proteção dos investidores.

2.5.3 Discussões em fóruns multilaterais

A principal solução encontrada para lidar com os riscos decorrentes da terceirização foi no sentido de considerar que, quando há o repasse de determinadas funções a terceiros por parte de algum prestador de serviços do fundo, estabelece-se uma relação contratual de delegação entre eles, na qual o prestador de serviços do fundo passa a figurar como delegante e o terceiro, como delegatário. Esse raciocínio, de tão largamente aplicado em variadas jurisdições, acabou por ser cristalizado nas orientações emitidas pela IOSCO, que também estabeleceu princípios relacionados às consequências que deveriam advir dessa delegação.

A primeira vez em que a IOSCO reconheceu que há um regime de delegação quando algum prestador de serviço terceiriza a outro o exercício de determinadas funções foi em 1994, por meio de documento que, até hoje, em muito influencia as normas emitidas por reguladores de fundos de investimento em todo o mundo. Nesse relatório, intitulado "*Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes*", e no memorando explanatório que o acompanha, a IOSCO destacou que frequentemente os operadores delegavam a gestão da carteira ou a realização de serviços operacionais ao fundo, de modo que estes passavam a desempenhar, como agentes terceirizados, diversas das funções e deveres que competiam àquele.

Por isso, partindo do pressuposto de que muitas vezes os reguladores não tinham competência em relação à atuação desses terceiros por conta do arcabouço jurídico então vigente em muitos países, a entidade afirmou no referido relatório que a regulação deveria assegurar um "*level playing field*", ou seja, que o alto nível de proteção do investidor fosse mantido em qualquer cenário, mesmo havendo delegação de atividades.[174]

Poucos anos depois, como resultado de uma força tarefa responsável por avaliar as melhores práticas no setor de fundos de investimento, a IOSCO entendeu por bem elaborar em mais detalhes os princípios acima, tendo em vista o amplo e constante desenvolvimento da prática de delegação de funções na indústria de fundos, especialmente em decorrência do crescente movimento de especialização e terceirização descrito nos parágrafos acima.

Em documento intitulado "*Delegation of Functions*", elaborado no ano 2000 com enfoque na delegação de funções do operador a terceiros, a IOSCO mais uma vez se reconheceu

[174] O Princípio 4 (e seus sub-princípios) dos "*Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes*" ditam que: (i) o operador deve ser responsável pelas ações e omissões de seus delegatários; (ii) o operador deve ter procedimentos para monitorar a atuação de seus delegatários; (iii) o operador deve assegurar que o delegatário tem competência para exercer as funções que lhes são repassadas; (iv) o operador deve prover todos os meios para permitir que o delegatário exerça suas funções apropriadamente; (v) o uso de delegatários não deve, de maneira alguma, diminuir a efetividade da regulação aplicável aos fundos de investimento; e (vi) o delegatário deve cumprir com todos os requerimentos aplicáveis à condução de suas necessidades negociais.

o crescente movimento de terceirização na indústria de fundos e, mesmo admitindo a lógica da evolução dessa prática, destacou alguns dos potenciais problemas dela decorrentes – muitos deles ressaltados na Seção anterior –, cuja resolução interessaria não apenas aos investidores, mas também aos reguladores. A conclusão foi pela premência de se elaborar princípios específicos relacionados à delegação de funções, que, em larga medida, são justificados como sendo necessários para assegurar um constante nível de proteção do investidor.[175]

O primeiro e mais importante dos princípios sobre delegação estabelecidos pela IOSCO sugere que, quando o delegante e o delegatário são supervisionados pelo mesmo regulador e estão sujeitos ao mesmo regime jurídico (inclusive quanto à imposição de prévio registro perante tal regulador para o exercício de suas funções), as normas de determinado país podem estabelecer que a responsabilidade legal pela atividade delegada seja retida pelo delegante, seja transferida para o delegatário ou, ainda, seja imputável conjuntamente a ambos.

Isso porque, nesse caso, entende-se de que o investidor continua com o mesmo nível de proteção qualquer que seja a escolha, pois há um regulador único tanto para o delegante quanto para o delegatário, bem como porque ambos estão submetidos às mesmas condições de registro. Nessa linha de raciocínio, a transferência de responsabilidade legal do delegante para o delegatário não afetaria o investidor.[176]

Ocorre que, de acordo com esse mesmo princípio, quando o terceiro não está sujeito ao registro e tampouco à supervisão do mesmo regulador que o delegante, o regime jurídico de um

---

[175] Vale transcrever um trecho desse relatório da IOSCO: [i]*n order to avoid diluting investor protection, the delegation of a function should respect some principles. The overarching principle is that the delegation of a function should not be done in a way that defeats the underlying purpose of the accepted principles for regulating CIS's and CIS operators. Thus, the delegation of a function must be done in such a manner so as to not deprive the investor and/or the regulator of the means of identifying the company legally responsible for the delegated functions. The delegation of a function should not afford the delegator with the means to divest itself of its obligations, especially those concerning operating means, so that it becomes nothing more than an 'empty box'. The delegation of functions must not conflict with the interests of investors. Before delegating a function, the CIS operator should make sure that the regulatory framework of the delegatee's home country provides protection for the investor equivalent to the one provided by the regulatory framework of the delegating company. The CIS operator must retain adequate capacity and resources and put in place suitable processes to monitor the activity of the delegatee and evaluate the performance of the delegatee. In addition, the CIS operator must be able to terminate the delegation and make alternative arrangements for the performance of the delegated function where appropriate*". Cf. IOSCO. *Delegation of Functions*, pp. 7-8. 2000. Disponível em: < https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD113.pdf>.Acesso em: 15.2.2021.

[176] De acordo com a primeira parte desse princípio: "[w]*hen the delegator and the delegatee are entities supervised by the same regulator and are subject to the same registration procedure, the regulatory framework within a particular country may provide that the delegated functions can either remain the delegator's responsibility, or be the delegatee's responsibility or become a joint responsibility. The accountability of the delegator and the delegatee to investors may be statutory/legal, contractual or a combination of both. If this situation applies then, whatever the choice made, the investor will enjoy the same degree of protection: the regulator is responsible for the registration of both the delegator and the delegatee; both the delegator and the delegatee are subject to precisely the same conditions of authorisation or registration and they must also comply with the same rules of organisation. Accordingly therefore the investor protection is not adversely affected by a transfer of responsibility*". Cf. Ibid., p. 5.

ordenamento deve determinar que o delegante continua legalmente responsável pelos atos e omissões de seu delegatário, inclusive pelos danos que ele causar aos investidores do fundo. Além de reter a responsabilidade legal pela realização da atividade delegada, o prestador de serviços delegante deve ainda monitorar a atuação do delegatário.[177]

Para além da supramencionada obrigação de supervisão dos serviços executados por seus terceirizados, o relatório traz ainda orientações a respeito dos cuidados que o prestador de serviços deveria observar ao selecionar seu delegatário, tais como os de se assegurar, antes da delegação, que: (i) o terceirizado não tem conflitos de interesse para realizar as funções que lhes fossem repassadas; (ii) as normas aplicáveis ao delegatário são equivalentes àquelas que o próprio delegante está sujeito, especialmente quando se tratar de delegação para terceiros localizados em outras jurisdições; e (iii) o delegatário possui estrutura e capacidade profissional para executar suas atividades de forma que garanta ao investidor do fundo o mesmo nível de proteção que ele teria caso o delegante prestasse diretamente tais funções.

Neste ponto, cumpre salientar que, em larga medida, grande parte desses pontos continuam cristalizados nas orientações da IOSCO. Na atual versão dos "*Objectives and Principles of Securities Regulation*" dessa entidade, o princípio 24 estipula que os sistemas jurídicos devem estabelecer regras para a elegibilidade, governança, organização e conduta operacional das instituições que pretendam distribuir ou operar um veículo de investimento coletivo.[178] E não foi apenas a IOSCO que buscou dar respostas para o movimento de delegação na indústria de fundos; também a OCDE tratou do tema em seu "*White Paper on Governance of Collective Investment Schemes (CIS)*", de 2005, indo na mesma direção.[179] Em suma, portanto, as orientações da OCDE e da IOSCO são bastante alinhadas quanto a esse tema.

---

[177] A segunda parte desse princípio da IOSCO diz que: [h]*owever, when the delegator and the delegatee are not supervised and registered by the same regulator, the delegator cannot discharge itself of its obligations. In that event, a CIS operator is responsible for the actions or omissions, as though they were its own, of any party to whom it delegates any part of the provision of services of a CIS. Moreover, as a minimum the CIS operator should, if it is to perform its role effectively: retain adequate capacity (ie skills and knowledge) to be able to assess whether the delegated function is being performed adequately have adequate resources and processes, including compliance plans, to be able to monitor the performance of the delegated function by the delegatee; and be able to terminate the delegation where appropriate. Where these conditions apply, it is considered that the CIS operator is likely to avoid becoming an 'empty box'"*. Cf. Ibid. pp. 5-6.

[178] Segundo a IOSCO: "8. *The use of delegates should not, in any way, be permitted to diminish the effectiveness of the primary regulation and supervision of a CIS. The CIS operator remains responsible for the functions it delegates. The CIS operator should not be allowed to delegate its functions to the extent that it becomes an empty box. 9. A delegate should be accountable either directly or through the delegator for compliance with all regulatory requirements applicable to the conduct of the principal's business activities*." Cf. IOSCO. *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2017, pp. 158.

[179] Nesse relatório, voltado aos fundos abertos ofertados ao varejo, a OCDE destacou que os fundos de investimento são veículos que, por sua própria natureza, possuem estruturas bastante complexas e os arranjos contratuais celebrados pelo operador podem incrementar ainda mais tal complexidade. Assim sendo, em muitos casos, é possível que o investidor apenas tenha contato direto com terceirizados, como um distribuidor ou gestor,

2.6 Modelos regulatórios em espécie

Com o objetivo de ilustrar como todas essas orientações são incorporadas na legislação dos países, os parágrafos abaixo descrevem em detalhes a estrutura de governança dos fundos de investimento elegíveis como UCITS, de acordo com as Diretivas da União Europeia, bem como, de forma mais breve, dos fundos constituídos nos Estados Unidos e na Austrália. Em seguida, também é explorado o vigente modelo brasileiro. Em todos os casos, buscou-se principalmente traçar um breve panorama de três aspectos fundamentais desses regimes, quais sejam, arquitetura normativa, atores e atividades de fiscalização. Não há, portanto, a pretensão de se explorar em detalhes outras nuances de nenhum desses regimes.

Vale salientar que os regimes estrangeiros acima mencionados foram escolhidos porque melhor representam os três modelos de governança identificados pela IOSCO em perspectiva global: (i) o contratual, predominante na União Europeia e cristalizado na estrutura dos UCITS; (ii) o societário, representado pelos fundos americanos; e (iii) o híbrido, presente nos veículos de investimento coletivos australianos.[180]

2.6.1 Modelo europeu

O primeiro modelo de governança dos fundos de investimento a ser aqui estudado é o europeu. Inicia-se por esse regime tanto porque a regulação dos veículos de investimento coletivo pela União Europeia é considerada um *benchmark* global, especialmente em se tratando dos fundos distribuídos ao varejo, quanto porque é o que melhor permite visualizar a separação de funções entre os diferentes prestadores de serviços de um fundo de investimento.

Na União Europeia, a regulação da prestação do serviço de gestão profissional de recursos de terceiros é segregada em normas distintas a depender se a atividade é realizada de maneira individual ou coletivamente. Assim sendo, há o regime relativo à prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros de forma individual ("*client-by-client basis*"),[181] que

e não com o próprio operador do fundo, de modo que, sob o ponto de vista dos investidores, é possível que não haja clareza sobre quem é legalmente responsável pelo funcionamento do fundo. Em razão dessas circunstâncias, a orientação da OCDE é no sentido de que o operador continue responsável por eventuais falhas decorrentes da atuação dos terceiros a quem delegar algumas de suas funções.

[180] Cf. IOSCO. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Part I (Final Report)*, p. 5.

[181] Cf. Artigo 4 da MiFiD II: "*1. For the purposes of this Directive, the following definitions apply: (.) (8) 'portfolio management' means managing portfolios in accordance with mandates given by clients on a discretionary client-by-client basis where such portfolios include one or more financial instruments*. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02014L0065-20200326>. Acesso em: 13.4.2021.

atualmente está sobretudo consubstanciado na Diretiva 2004/39/EC (*Markets in Financial Instruments Directive* ou "MiFID II") e em normas a ela complementares.[182]

Os veículos de investimento coletivo, por sua vez, são regidos por dois principais quadros normativos. De um lado, há o regime dos *Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities* (UCITS).[183] As regras relativas aos UCITS estão delineadas principalmente na Diretiva 2009/65/EC[184] (UCITSD) e em atos que a suplementam, em especial, a *Commission Delegated Regulation* (EU) 2016/438[185] (UCITSD-CDR).

De outro lado, há o regime aplicável aos gestores de fundos alternativos (*Alternative Investment Funds* ou AIF),[186] cujo quadro normativo é dado pela Diretiva 2011/61/EU[187] (*Alternative Investment Fund Managers Directive* ou AIFMD) e por atos suplementares como a Commission Delegated Regulation (EU) Nº 231/2013[188] (AIFMD-CDR).

Entre esses dois regimes há normas específicas aplicáveis a quatro tipos de veículos de investimento coletivo, quais sejam: (i) fundos de *venture capital*; (ii) fundos de empreendedorismo social; (iii) fundos voltados a investimentos de longo prazo; e (iv) "fundos de mercado monetário" ("*money market funds"*).[189] A edição de normas específicas para lidar com esses fundos é justificada tanto pelo objetivo de fomentar determinados segmentos econômicos, quanto pela necessidade de endereçar riscos decorrentes de algumas peculiaridades desses veículos. As bases desses atos foram construídas a partir dos regimes

---

[182] Em especial, a Regulation (EU) Nº 600/2014 (*Markets in Financial Instruments* – MiFIR). Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0600. Acesso em: 13.4.2021.

[183] Um UCITS é definido como um "*undertaking: (a) with the sole object of collective investment in transferable securities or in other liquid financial assets referred to in Article 50(1) of capital raised from the public and which operate on the principle of risk-spreading; and (b) with units which are, at the request of holders, repurchased or redeemed, directly or indirectly, out of those undertakings' assets. Action taken by a UCITS to ensure that the stock exchange value of its units does not significantly vary from their net asset value shall be regarded as equivalent to such repurchase or redemption".* Cf. Artigo 1 (2) da UCITSD.

[184] A Diretiva 2009/65/EC (UCITSD) está disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02009L0065-20200107>. Acesso em: 13.4.2021.

[185] A Commission Delegated Regulation (EU) 2016/438 (UCITSD-CDR) está disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32016R0438&from=EN#d1e498-11-1>. Acesso em: 13.4.2021.

[186] Um fundo alternativo, ou AIF, é definido como um "*collective investment undertakings, including investment compartments thereof, which: (i) raise capital from a number of investors, with a view to investing it in accordance with a defined investment policy for the benefit of those investors; and (ii) do not require authorisation pursuant to Article 5 of Directive 2009/65/EC*". Cf. Art. 4 (1) (a) da AIFMD.

[187] A Diretiva 2011/61/EU (AIFMD) está disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02011L0061-20190113>. Acesso em: 13.4.2021.

[188] A Commission Delegated Regulation (EU) Nº 231/2013 (AIFMD-CDR) está disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A02013R0231-20200401>. Acesso em: 13.4.2021.

[189] Informações adicionais sobre as regras aplicáveis a esses tipos específicos de fundos de investimento podem ser obtidas em <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/investment-funds_pt>. Acesso em: 13.4.2021.

então existentes, pelo que eles são, na prática, variantes dos citados regimes jurídicos, em especial, o da AIFMD.

Para bem compreender a arquitetura da regulação dos veículos de investimento coletivo na União Europeia, é preciso entender o escopo tanto da UCITSD quanto da AIFMD, uma vez que elas se complementam em um contínuo. Como explica Dirk Zetzche, há uma forte conexão entre esses sistemas normativos na medida em que eles são resultado de reformas e refinamentos que se pautaram um sobre o outro; ou seja, eles se retroalimentam.[190] Assim sendo, para explorar esses regimes, uma breve perspectiva histórica é necessária.

As normas sobre os UCITS foram inicialmente introduzidas em 1985 e passaram por grandes reformas desde então.[191] Esse regime foi criado com o objetivo de fomentar, pelo lado da oferta, a distribuição de fundos entre os países da União Europeia. Buscava-se, em especial, harmonizar as regras, aumentar a competição e assegurar um nível equivalente de proteção entre os investidores nas economias europeias, que até então tinham regimes muito distintos.

Para tanto, estabeleceu-se um arquétipo com um padrão mínimo de requisitos que, se satisfeitos, permitem que os veículos de investimento coletivo sejam distribuídos entre todos os países da União Europeia, não apenas no ordenamento em que tenham sido constituídos e registrados, sem a necessidade de um registro específico do fundo em cada um desses países.[192] Criou-se, assim, um passaporte para esses fundos. Hoje, cerca de 61,7% do patrimônio da indústria de fundos europeia é administrado por meio de fundos enquadrados como UCITS,[193] considerados como veículos voltados sobretudo aos investidores de varejo.

Embora a legislação dos UCITS tenha sido criada a fim de harmonizar as regras relativas ao instrumento fundo de investimento, ela atualmente regula diversos outros aspectos desses veículos, como as atividades de gestão, administração e distribuição. O sistema evoluiu e hoje as normas também estabelecem – observados os requisitos aplicáveis – um passaporte para o operador de um UCITS, que, assim, pode gerir fundos constituídos em países diferentes de seu

---

[190] Cf. ZETZCHE. Op. Cit., p. 8.

[191] A última dessas alterações substanciais ocorreu em 2014, com a alteração da UCITSD pela Diretiva 2014/91/EU – esta ficou internacionalmente conhecida como "UCITS V" por ser sido a quinta vez em que mudanças estruturais bastante relevantes foram introduzidas no regime jurídico dos UCITS desde a sua criação. A Diretiva 2014/91/EU (UCITS V) está disponível em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0091>. Acesso em: 13.4.2021.

[192] Embora exista um processo de notificação. O regime foi inaugurado pela Diretiva 85/611/EEC. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A31985L0611>. Acesso em: 13.4.2021.

[193] Segundo dados de dezembro de 2020, a indústria de fundos europeia tinha cerca de EUR18,8 trilhões de sob administração, sendo EUR11,6 trilhões em UCITS e EUR7,1 trilhões em AIF. Cf. EFAMA. *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2020 & Results for the Full Year of 2020*, 2021, p. 1. Disponível em: <https://www.efama.org/newsroom/news/european-statistics-q4-2020-2020-trends-inflows-ucits-and-aifs-bring-european-fund>. Acesso em: 13.4.2021.

local de registro. Por isso, notadamente por razões históricas e fiscais, é comum que os UCITS sejam constituídos em Luxemburgo – e, mais recentemente, também na Irlanda–, mesmo seu operador estando registrado perante o regulador de outro ordenamento.[194]

O regime aplicável aos UCITS é facultativo (*opt-in*). Em outras palavras, isso significa que, para gozar dos benefícios desse sistema, sendo o principal deles o citado passaporte de distribuição, os fundos devem ser estruturados de acordo com os requisitos mínimos previstos na UCITSD, tal como incorporada à legislação dos países-membro da União Europeia. As principais condições para que um fundo se qualifique como um UCITS são: (i) ser um fundo aberto ou equivalente; (ii) distribuir cotas publicamente; e (iii) investir nos ativos elencados na norma, respeitando critérios de diversificação.

Fundos constituídos sob diferentes formas jurídicas são elegíveis como UCITS. Nesse sentido, pelas Diretivas da União Europeia, um veículo de investimento coletivo enquadrado como UCITS pode ser constituído contratualmente, sendo, nesse caso, um *common fund* gerido por uma ManCo; como um *trust*, assumindo a forma de um *unit trust*; ou sob o direito societário, ou seja, uma *investment company*.[195]

Até o início da década passada, não existia outra norma ao nível da União Europeia específica para os veículos de investimento coletivo, o que significava que havia largas diferenças entre os regimes jurídicos locais aplicáveis aos fundos que não se enquadravam como UCITS. Essa situação foi colocada à prova com a crise do *subprime*, principalmente pelos desdobramentos na União Europeia da quebra da pirâmide financeira montada por Bernie Maddoff. A edição da AIFMD foi uma resposta direta à crise de 2008.

Estão sujeitos à AIFMD quaisquer fundos que não sejam enquadráveis como UCITS – os termos "não-UCITS" e "AIF", portanto, são sinônimos. Assim, em que pese ser um regime mais recente, a regra padrão para a gestão de veículos de investimento coletivo na União Europeia é, na verdade, o quadro consolidado pela AIFMD. Tal norma se aplica independentemente de o fundo ser aberto ou fechado; de qual é o instituto jurídico que o corporifica; e até mesmo do tipo legal de seu operador.[196]

---

[194] Em setembro de 2020, 36% do patrimônio do mercado de UCITS estavam aportados em fundos constituídos em Luxemburgo e 21,4%, na Irlanda. Cf. EFAMA/ALFI. *The UCITS Market Geographical breakdown of nationally domiciled funds*: *September 2020*, 2020. Disponível em: <https://www.alfi.lu/en-GB/Pages/Industry-statistics/Europe>. Acesso em: 13.4.2021.

[195] No caso dos UCITS societários, é admitido que eles sejam operados internamente, tendo assim funcionários próprios. Nesse caso, o fundo e o seu operador se confundem em uma só entidade. Para fins de simplificação, no entanto, a descrição contida nesta parte não detalha as regras específicas aplicáveis a essa situação.

[196] Cf. Art. 2 (2) da AIFMD.

Em razão disso, ao reverso da UCITSD – que elenca os requisitos para que um fundo possa ser considerado um UCITS –, a AIFMD traz uma lista de instituições que não estão sujeitas a essa regra, bem como abre exceções que eximem a sua observância.[197] Por conta dessa ampla abrangência, há diversas discussões sobre o exato alcance dessa norma, como no que diz respeito à caracterização, como AIF, de um veículo que possua somente um investidor.[198]

O motivo primário que fundamentou a edição da AIFMD foi a necessidade de se criar um arcabouço mínimo para a gestão de quaisquer tipos de veículos de investimento coletivo na União Europeia. Nesse sentido, essa norma não focou suas luzes sobre a regulação do *instrumento* fundo, e sim em seus prestadores de serviço. Fundos bastante distintos entre si entram no escopo da AIFMD, portanto, essa norma não especifica requisitos direcionados ao desenho desses veículos, como limitações às suas políticas, por exemplo. Essa é uma tarefa que cabe à legislação doméstica de cada país.[199]

No modelo de governança dos veículos coletivos de investimento europeus, dois prestadores de serviço ganham destaque. Primeiro, há a *Management Company* (ManCo) no caso dos UCITS; ou o *Alternative Investment Fund Manager* (AIFM) para os fundos alternativos. São eles que figuram na posição jurídica de operador. Segundo, em ambos os regimes, é preciso que o fundo tenha um *Depositary*. No exercício de suas atividades, o operador (ManCo ou AIFM) e o *Depositary* devem ser independentes um do outro.[200]

Como listado na UCITSD, dentro do escopo das responsabilidades da ManCo estão três conjuntos de atividades.[201] Primeiro, a gestão de recursos propriamente dita. Em segundo lugar, as funções administrativas, como serviços de natureza contábil; atendimento aos investidores; avaliação e precificação; *compliance*; escrituração de emissão e resgate de cotas; manutenção de arquivos e distribuição de rendimentos, dentre outros. E, por fim, a distribuição das cotas.

Cabe à ManCo, portanto, executar todas as atividades necessárias para o funcionamento do fundo, com exceção da custódia. Em certa medida, assim, a posição jurídica da ManCo decorre de uma substituição do papel, que ordinariamente seria dos próprios investidores, caso estes tivessem optado por gerir diretamente os seus próprios recursos.[202]

---

[197] Cf. Art. 2 (3) e art. 3 da AIFMD.

[198] A ESMA já manifestou sua opinião de que pode ser considerado um fundo alternativo mesmo aqueles veículos que somente tenham um investidor, desde que nem a legislação, nem os documentos do fundo, impeçam que esse número aumente. Cf. ESMA. *Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 2013, p. 6. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/key-concepts-aifmd>. Acesso em: 13.4.2021.

[199] Cf. Considerando (10) da AIFMD.

[200] Cf. Artigo 45 (1) da UCITSD; e artigo 21 (4) (a) da AIFMD.

[201] Cf. Anexo II da UCITSD. Na mesma linha, embora com algumas variações, v. Anexo I da AIFMD.

[202] De acordo com Alexandre Brandão da Veiga: "[n]esta sede importa apenas salientar que este regime deixa bem claro qual o papel das entidades gestoras [i.e., ManCo]. Estas assumem o papel que costuma ser acometido ao

Desde que permitido pelo país em que a ManCo possua seu registro, ela pode delegar, por sua própria conta, uma ou mais de suas funções a terceiros com o objetivo de maximização da eficiência de seus negócios.[203] Apesar disso, nos exatos termos da UCITSD, "[t]*he liability of the management company or the depositary shall not be affected by delegation by the management company of any functions to third parties*".[204] Sendo assim, é permitida a delegação de uma atividade, mas não da responsabilidade a ela correspondente.

A UCITSD sujeita a terceirização ao atendimento concomitante de uma série de condições que precisam ser observadas pelo operador.[205] O mesmo ocorre no regime da AIFMD – nele, embora haja uma maior flexibilidade em relação a delegação de atividades que não a gestão,[206] a AIFMD-CDR possui comandos que detalham pormenorizadamente diversos aspectos da terceirização de atividades por parte de um AIFM, incluindo princípios gerais, limitação dos objetivos que podem justificar a delegação e situações de conflitos de interesse.[207]

O operador deve se assegurar que o delegatário possui as qualificações e capacidades necessárias para desempenhar as funções que lhes serão confiadas. Para além disso, nos termos da UCITSD, é obrigação da ManCo implementar medidas adequadas para monitorar, de maneira efetiva e contínua, a conduta do terceiro a quem delega alguma atividade. É possível observar, portanto, que a legislação não define *o que* precisa fiscalizado, e sim *quem* – o delegatário –, o que parece fazer sentido considerando que a delegação não afasta as responsabilidades legais da ManCo. Com efeito, nos termos da UCITSD, o operador do fundo deve ter até mesmo a faculdade de encerrar – com efeitos imediatos – a relação de delegação com o terceiro quando isso for do interesse dos investidores do fundo.[208]

Alguns países possuem orientações mais específicas a respeito de tal fiscalização. Em Luxemburgo, por exemplo, são detalhados os procedimentos que devem ser adotados para a delegação, incluindo a *due diligence* inicial e periódica, bem como a necessidade de instituição

---

titular dos valores, substitui-o na disposição e administração dos valores, em tudo o que respeita à disposição, administração e selecção de estratégia de investimento. O restante regime decorre desta substituição de papeis. A escrita do fundo, os deveres de informação e o regime das unidades de participação decorre desta substituição". Cf. VEIGA. Op. Cit., p. 94.

[203] Cf. Artigo 13 (1) da UCITSD: "*1. If the law of the management company's home Member State allows management companies to delegate to third parties for the purpose of a more efficient conduct of the companies' business, to carry out on their behalf one or more of their own functions, all of the following preconditions shall be complied with:* (.)".

[204] Cf. Artigo 13 (2) da UCITSD.

[205] Cf. Artigo 13 (1) (a)-(i) da UCITSD.

[206] Cf. Considerandos (30) e (31) da AIFMD.

[207] Cf. Artigos 75 a 82 da AIFMD.

[208] Cf. Artigo 13 (1) (g) da UCITSD.

de uma *abordagem baseada em risco* para o contínuo monitoramento dos delegatários.[209] Ainda assim, o regulador é claro no sentido de que "[t]*he fact that the IFM* [i.e., *investment fund manager*] *has delegated some functions to third parties does not affect the IFM's liability*".[210]

Segundo a UCITSD, existem condições adicionais se a delegação envolver a gestão. Nesse cenário, a terceirização só pode ser feita a instituições autorizadas ou registradas para o exercício da atividade de gestão de ativos, sujeitas à supervisão prudencial e que deve obedecer aos critérios de alocação de investimentos definidos periodicamente pela ManCo – mas, cumpre salientar, nada obsta que esse gestor terceirizado seja registrado sob o regime da MiFID II. Caso o delegatário a quem a gestão será repassada tenha domicílio em um país não integrante da União Europeia, deve haver um acordo de cooperação com a autoridade competente de tal país.

Mesmo respeitados todos esses requisitos, há alguns limites para a terceirização de atividades. Eles são de quatro ordens. Primeiro, a legislação é expressa no sentido de que a terceirização da gestão do fundo não pode ser feita ao *Depositary* desse veículo e nem mesmo a qualquer instituição cujos interesses possam conflitar com os interesses da ManCo ou dos investidores. Contudo, desde que exista uma independência funcional e hierárquica entre sua atividade de custódia, de um lado, e demais linhas de negócios, de outro, funções de naturezas distintas podem ser delegadas por parte da ManCo ao *Depositary*.[211]

Em segundo lugar, a delegação a terceiros não pode comprometer a eficácia da supervisão sobre as atividades da ManCo pelas autoridades competentes, tampouco pode impedir o operador de agir, ou impedir o UCITS de ser operado, no interesse dos investidores do fundo. Em terceiro lugar, a delegação não pode obstar que as pessoas responsáveis por conduzir os negócios da ManCo possam dar instruções adicionais para o delegatário, assim, é preciso que seja mantida alguma autoridade sobre a atividade objeto de delegação.

---

[209] Cf. Subcapítulo 6.2. da Circular CSSF nº 18/698, de 2018, Disponível em: <https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/files/Lois_reglements/Circulaires/Hors_blanchiment_terrorisme/cssf18_698eng.pdf>. Acesso em: 13.4.2021.

[210] Cf. Ibid., p. 61.

[211] Cf. Art. 25 da UCITSD: "*1. No company shall act as both management company and depositary. No company shall act as both investment company and depositary. 2. In carrying out their respective functions, the management company and the depositary shall act honestly, fairly, professionally, independently and solely in the interest of the UCITS and the investors of the UCITS. In carrying out their respective functions, the investment company and the depositary shall act honestly, fairly, professionally, independently and solely in the interest of the investors of the UCITS. A depositary shall not carry out activities with regard to the UCITS or the management company on behalf of the UCITS that may create conflicts of interest between the UCITS, the investors in the UCITS, the management company and itself, unless the depositary has functionally and hierarchically separated the performance of its depositary tasks from its other potentially conflicting tasks, and the potential conflicts of interest are properly identified, managed, monitored and disclosed to the investors of the UCITS.*"

Por fim, existe uma vedação genérica que impede a ManCo de delegar sistematicamente suas funções ao ponto de se tornar uma "*letter-box entity*".[212] Embora o preciso significado desse termo ainda não tenha sido oficialmente articulado para o regime jurídico dos UCITS, Hanneke Wegman explica que, nos fundos alternativos, o entendimento é que tal situação se configura, por exemplo, quando o operador do veículo, por conta de terceirizações sistemáticas, deixa de ter os conhecimentos e recursos necessários tanto para supervisionar de maneira efetiva as atividades terceirizadas quanto para lidar com os riscos da terceirização.[213]

Como se percebe, há uma nítida preocupação com relação à terceirização de atividades da ManCo por parte da legislação europeia, o que também é verdadeiro para as AIFM dos fundos alternativos. Essa preocupação, a propósito, vem aumentando nos últimos anos. Nessa toada, em 2017, a emitiu uma opinião dirigida aos reguladores das economias integrantes da União Europeia tratando de algumas consequências da saída da Inglaterra desse bloco, o país em que historicamente há o maior número de gestores na região.[214]

Um dos assuntos destacados nessa opinião foi a delegação de atividades por parte dos operadores de UCITS e de AIF. Na oportunidade, a ESMA ressaltou que, embora possa ser eficiente, a delegação traz riscos aos investidores e impõe desafios às autoridades, devendo, por isso, ser objeto de cuidados especiais. O documento salientou, por exemplo, a necessidade de os reguladores locais se assegurarem de a delegação pela ManCo ou AIFM ser sempre precedida de uma *due diligence*, bem como de que os delegantes implementam políticas e procedimentos efetivos para monitorar as atividades de seus delegatários. Mais recentemente, em agosto de 2020, a ESMA renovou e ampliou suas preocupações sobre esse tema.[215]

---

[212] Cf. Artigo 13 (2) da UCITSD.

[213] Cf. WEGMAN. Op. Cit., pp. 44-45. A AIFMD-CDR possui um comando em que essa vedação é mais bem detalhada, cf. Artigo 82 da AIFMD-CDR.

[214] Cf. ESMA. *Opinion to support supervisory convergence in the area of investment management in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union.* 2017. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/opinion-support-supervisory-convergence-in-area-investment-management-in-context-united>. Acesso em: 13.4.2021.

[215] Ao finalizar sua revisão sobre a AIFMD, a ESMA sugeriu ajustes não apenas nessa norma, mas também – e principalmente – no quadro normativo dos UCITS em relação àquele assunto. O regulador destacou o surgimento de instituições "*white label*", cujo objetivo específico é o de se serem prestadores de serviço terceirizados, bem como destacou seu incômodo com o fato de que muitos terceiros a quem funções são delegadas não estão diretamente sujeitos nem à UCITSD, nem à AIFMD. Por isso, a ESMA sugeriu a reforma da legislação para, dentre outros objetivos, a inclusão de requisitos mais detalhados a respeito da delegação de funções da ManCo, assim como já refletido nas normas dos AIF. Desse modo, caso essa sugestão venha a ser futuramente adotada, a expectativa é que o regime de delegação passe a ficar mais harmônico e, em se tratando dos UCITS, ainda mais rígido. Cf. ESMA. *Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive*. 2020. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-551_esma_letter_on_aifmd_review.pdf>. Acesso em: 13.4.2021.

Cada veículo de investimento coletivo também é obrigado a ter um único *Depositary*.[216] O regime europeu adota, nessa perspectiva, um modelo de governança contratual.[217]

A propósito, foi somente com a reforma da UCITSD realizada em 2014 que se introduziu a obrigação de que qualquer fundo sujeito a essa norma, independentemente de sua forma legal, possua um *Depositary*. O racional dessa mudança (inspirada na AIFMD), como afirma Sebastiaan Hooghiemstra, reside na constatação de que outros *gatekeepers*, como *trustees* ou Conselhos de Administração, "*cannot compete in terms of costs and quality with carrying out the oversight duties by means of manual work in comparison to the highly advanced technology-based systems which are employed by professional depositaries"*.[218]

A depender da natureza jurídica do UCITS, o *Depositary* é nomeado por meio de um contrato celebrado com o próprio fundo ou com seu operador, e tal instrumento contratual deve tratar, dentre outros assuntos, do fluxo de informação entre eles. Não se instaura, contudo, uma relação contratual de delegação nesse contexto, uma vez que as posições jurídicas do *Depositary* e da ManCo são reconhecidas de forma autônoma pela legislação. De todo modo, tendo em vista essa particular forma de nomeação, a ManCo é obrigada a ter um processo formalizado de tomada de decisão para a escolha do *Depositary*, que deve ser baseado em critérios predefinidos; e o operador do fundo de investimento precisa justificar a escolha do *Depositary* sempre que requisitado por investidores ou pelas autoridades competentes.[219]

É possível que não exista um vínculo contratual entre o fundo de investimento e o *Depositary*. Para evitar eventuais discussões legais a respeito disso, especialmente nos casos em que o fundo não possui personalidade jurídica autônoma, a UCITSD garante aos investidores o direito de buscar a responsabilização do *Depositary* tanto diretamente quanto indiretamente (ou seja, por meio da ManCo), desde que isso não enseje a repetição da indenização ou o tratamento não-equitativo dos investidores.[220] Tal assunto é objeto de ampla discussão, todavia o entendimento é que isso se justifica porque os investidores dos fundos são, em última instância, os beneficiários dos serviços prestados pelo *Depositary*.[221]

---

[216] Cf. Art. 22 (1) da UCITSD; e art. 21 (1) da AIFMD.
[217] Cf. HOOGHIEMSTRA. Op. Cit., p. 604.
[218] Cf. Ibidem.
[219] Cf. Art. 22 da UCITD-CDR.
[220] Cf. Art. 24 (5) da UCITSD.
[221] Cf. ZETZCHE. Op. Cit., p. 39.

As funções do *Depositary* são de duas naturezas: custódia e supervisão.[222] Os contornos da atividade de custódia dos *Depositary* passaram por reformas bastante profundas nos últimos anos, não apenas no regime jurídico dos fundos enquadrados como UCITS, bem como dos fundos alternativos.[223] Não obstante, tendo em vista o escopo do presente trabalho, os parágrafos a seguir são voltados a descrever somente o papel de supervisor desse prestador de serviços.

Existe uma explicação concreta para que o mesmo ator seja, ao mesmo tempo, o responsável pela custódia e pelo monitoramento no modelo europeu. Essa explicação têm uma dupla dimensão. A primeira dimensão está relacionada ao fato de o custodiante estar bem-posicionado na estrutura do fundo para assumir essa tarefa de supervisão, na medida em que passam pelo custodiante todo o fluxo de recursos que entram ou saem do veículo.

A outra dimensão é que as instituições que figuram como custodiantes estão sujeitas a requisitos mínimos de capital, assim, em caso de problemas relacionados ao funcionamento do fundo, os investidores tendem a buscar indenizações por parte desses sujeitos.[224] A expectativa é que os *Depositarie*s, cientes dessa perspectiva, atuem com o objetivo de garantir que os operadores do fundo observem a legislação aplicável, a fim de evitar o risco de responsabilização e os gastos atrelados a tais processos. Em suma, espera-se que os *Depositaries* sejam naturalmente avessos ao risco e, por isso, como explica Dirk Zetzche, "*this risk-averse depositary functions as a counter-weight to the fund manager's appetite for risk*".[225]

Esse raciocínio se mantém ainda que a responsabilidade do *Depositary* em relação ao exercício de seus deveres de supervisão seja de natureza subjetiva, o que é verdade independentemente do tipo de veículo de investimento coletivo (UCITS[226] ou AIF[227]). Ou seja,

---

[222] Vale registrar que, em Luxemburgo, as funções do *Depositary* são detalhadas na Circular CSSF nº 16/644, emendada pela Circular CSSF nº 18/697, de 2018. Disponível em: <https://www.cssf.lu/en/Document/circular-cssf-16-644/>. Acesso em: 15.4.2021.

[223] A respeito desse assunto, v. HOOGHIEMSTRA. Op. Cit., pp. 211-222.

[224] Nos termos do art. 23 (2) da UCITSD: "*2. The depositary shall be: (a) a national central bank; (b) a credit institution authorised in accordance with Directive 2013/36/EU; or (c) another legal entity, authorised by the competent authority under the law of the Member State to carry out depositary activities under this Directive, which is subject to capital adequacy requirements not less than the requirements calculated depending on the selected approach in accordance with Article 315 or 317 of Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council and which has own funds not less than the amount of initial capital under Article 28(2) of Directive 2013/36/EU*".

[225] Cf. ZETZCHE. Op. Cit., pp. 38-39.

[226] "*Member States shall ensure that the depositary is also liable to the UCITS, and to the investors of the UCITS, for all other losses suffered by them as a result of the depositary's negligent or intentional failure to properly fulfil its obligations pursuant to this Directive*". Cf. Art. 24 (1) da UCITSD.

[227] Assim como a UCITSD, a AIFMD traça uma diferenciação do regime de responsabilidade do *Depositary* no que diz respeito dos ativos custodiáveis, de um lado, e aos ativos não-custodiáveis e às suas funções fiscalizatórias, de outro. Cabe transcrever: "(44) *The depositary should be liable for the losses suffered by the AIFM, the AIF and the investors. This Directive distinguishes between the loss of financial instruments held in custody, and any other*

a atribuição de fiscalização que recai sobre o *Depositary* constitui uma típica obrigação de meios, competindo-lhe empregar os seus melhores esforços ao executar essa incumbência. Ele somente responde por eventuais danos nesse contexto se eles forem decorrentes de culpa ou dolo.[228] O *Depositary* não possui qualquer responsabilidade se o patrimônio do fundo de investimento reduzir por conta de consequências advindas de decisões de investimento.[229]

As obrigações de supervisão imputadas ao *Depositary* em nada afastam as responsabilidades da ManCo, inclusive por eventuais violações à legislação, ao regulamento ou à política de investimentos do fundo. É a ManCo que está no comando do fundo e, logo, compete-lhe primariamente cumprir com as normas aplicáveis. O papel do *Depositary*, em essência, é o de prover o fundo de investimento com um duplo controle de conformidade, o que inclusive justifica a necessidade de que haja uma separação entre as atividades desses atores.[230]

A legislação detalha as obrigações de supervisão do *Depositary* sob a premissa de que a especificação dessas tarefas é uma condição necessária para que possa desempenhá-las a contento, em especial, porque essa supervisão geralmente é realizada por meio de controles *ex post*, uma vez que esses atores funcionam como uma "segunda linha de defesa".[231]

Existem alguns princípios gerais sobre a concretização dessa fiscalização tanto nas normas quanto em guias de melhores práticas. Também na União Europeia, associações de participantes da indústria de fundos emitem diretrizes para auxiliar o *Depositary* no exercício dessas obrigações. Talvez o mais importante desses documentos seja o editado conjuntamente pela *Luxemburg Bankers Association* (ABBL), a mais antiga associação do mercado financeiro daquele país, e pela *Association of the Luxembourg Fund Industry* (ALFI), a mais relevante associação representativa da indústria de fundos de Luxemburgo, o qual é intitulado "*ABBL and ALFI Guideline and Recommendations for Depositaries: Oversight Duties and Cash*

---

losses. In the case of a loss other than of financial instruments held in custody, the depositary should be liable in the case of intent or negligence. Where the depositary holds assets in custody and those assets are lost, the depositary should be liable, unless it can prove that the loss is the result of an external event beyond its reasonable control, the consequences of which would have been unavoidable despite all reasonable efforts to the contrary. In this context, a depositary should not, for example, be able to rely on internal situations such as a fraudulent act by an employee to discharge itself of liability". Cf. Considerando (44) da AIFMD.

[228] Cf. ZETZCHE. Op. Cit., 70; e HOOGHIEMSTRA. Op. Cit., p. 212 (nota de rodapé nº 667).

[229] Cf. ESMA. *ESMA'S Technical Advice*, p. 178.

[230] Cf. VEIGA. Op. Cit., p. 139.

[231] "*In order to ensure that the depositary is able to conduct its duties, it is necessary to clarify the tasks provided for in Article 22(3) of Directive 2009/65/EC, and in particular the second layer controls to be undertaken by the depositary. Such tasks should not prevent the depositary from conducting ex-ante verifications in agreement with the UCITS where it deems appropriate. In order to ensure that it is able to conduct its duties, the depositary should establish its own escalation procedure to address situations where discrepancies have been detected. That procedure should ensure the notification of the competent authorities of any material breaches. The oversight responsibilities of the depositary towards third parties should be without prejudice to the responsibilities incumbent on the UCITS under Directive 2009/65/EC*". Cf. Considerando (4) da UCITSD-CDR.

Monitoring For AIFs & UCITS" (ABBL/ALFI Guidelines).[232] No momento, os ABBL/ALFI Guidelines estão em sua segunda edição, datada de 2018.

Em linha com a legislação e com as melhores práticas, o *Depositary* deve avaliar, já no momento de sua nomeação, os riscos associados tanto à natureza, dimensão e complexidade da estratégia e da política de investimento do fundo, quanto à estrutura da própria ManCo.[233] Para tanto, ele pode se valer de questionários de *due diligence* ou mesmo de visitas *in loco*. A partir dessa avaliação inicial, o *Depositary* desenha, implementa e aplica procedimentos de fiscalização considerando as particularidades do fundo e dos ativos em que ele investe. Com base em uma abordagem baseada em risco, cabe ao *Depositary* definir as características dos controles que precisam ser empregados. Esses procedimentos e controles de fiscalização devem ser periodicamente revistos e atualizados, especialmente se irregularidades forem detectadas.[234]

No exercício de seus deveres de supervisão, é função do *Depositary* verificar os processos e procedimentos relacionados ao funcionamento do fundo, sejam eles instituídos diretamente pela ManCo ou por seus delegatários.[235] Nesse sentido, nos termos dos ABBL/ALFI Guidelines, o papel do *Depositary* é de natureza eminentemente fiscalizatória e, por esse motivo, não lhe cabe duplicar todos os procedimentos executados pela ManCo.[236]

Ademais, é obrigação legal do *Depositary* possuir um claro e formalizado procedimento de escalonamento ("*escalation*") para lidar com situações nas quais potenciais discrepâncias sejam detectadas no curso de sua fiscalização, o qual deve necessariamente prever que, sempre que irregularidades materiais forem observadas, haverá notificação à autoridade competente.[237] O *Depositary* deve ter acesso a todas as informações necessárias ao exercício de suas funções fiscalizatórias, pelo que, de acordo com as normas, a ManCo deve assegurar ao *Depositary* até mesmo o direito de realizar visitas em suas instalações e nas de seus delegatários [238]

Nesse ponto, é importante salientar que as normas estabelecem exatamente quais são os aspectos que devem ser objeto de fiscalização. Isso significa que o *Depositary* não possui uma obrigação genérica de monitorar a ManCo, cabendo-lhe, na verdade, fiscalizar determinadas e

---

[232] O documento está disponível em <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/201805_ABBLALFI_GuidelinesandRecommendationsforDepositaries3615.pdf>. Acesso em: 15.4.2021.
[233] Cf. Art. 3 (1) da UCITSD-CDR.
[234] "*From this initial assessment and applying a risk-based approach, the depositary will decide on the level of due diligence it needs to implement and the number and type of periodic controls it needs to undertake. The depositary may also be required to perform additional reviews of tasks performed by the management/investment company and their delegates if irregularities are detected*". Cf. ABBL/ALFI Guidelines, p. 17.
[235] Cf. Art. 3 (2) da UCITSD-CDR.
[236] Cf. ABBL/ALFI Guidelines, p. 6.
[237] Cf. Art. 3 (3) da UCITSD-CDR.
[238] Cf. Art. 3 (4) da UCITSD-CDR.

específicas operações do fundo, sejam elas realizadas diretamente pelo operador do fundo ou por meio de terceiros. Ou seja, as normas especificam *o que* necessita ser fiscalizado, e não *quem*, existindo também a tentativa de se detalhar *como* a fiscalização deve ocorrer. Esse regime, como se percebe, se diferencia daquele presente em relação à terceirização.

Nessa esteira, os deveres de supervisão do *Depositary* podem ser divididos em dois grandes conjuntos: (i) fiscalização de cinco tipos de operações do fundo; e (ii) monitoramento dos fluxos de caixa do fundo. Para cada um desses pontos, todos elencados no art. 22 da UCITSD, há um ou mais artigos correspondentes na UCITS-CDR, os quais detalham os procedimentos que, se seguidos, levam ao entendimento de que o *Depositary* atendeu satisfatoriamente à legislação. Essas normas, portanto, precisam ser lidas em conjunto.

A primeira operação que compete ao *Depositary* fiscalizar diz respeito à emissão/resgate das cotas do fundo de investimento. Nesse caso, o *Depositary* precisa se assegurar que essas operações são feitas de acordo com as leis aplicáveis, bem como em linha com os documentos que regem a constituição e o funcionamento do fundo. Em apertado resumo, considera-se que essa obrigação é devidamente cumprida quando o *Depositary* verifica que a ManCo: (i) elabora, implementa e aplica procedimentos consistentes e apropriados para a reconciliação dessas operações (isto é, no caso de subscrições, na reconciliação entre o dinheiro que entra no fundo e o número de cotas emitidas, ou o oposto no caso de resgates); e (ii) submete periodicamente esses procedimentos a uma reavaliação de sua adequação. O *Depositary* deve checar regularmente, em periodicidade consistente com o fluxo de subscrições e resgates, se esses procedimentos estão em conformidade com as regras aplicáveis e são adotados na prática.[239]

A segunda envolve a precificação dos ativos do UCITS. Mais precisamente, cabe ao *Depositary* implementar procedimentos para averiguar, de um lado, se a ManCo possui procedimentos consistentes e apropriados para a realização dessa precificação de acordo com a legislação e com os documentos do fundo, bem como, de outro lado, se as políticas relativas a essa tarefa são efetivamente implementadas e revistas de tempos em tempos pela ManCo. Essas averiguações devem ser feitas em periodicidade compatível com a política de precificação do fundo. Caso o *Depositary* entenda que o cálculo do valor das cotas está sendo realizado em desconformidade com as regras aplicáveis, é seu dever não apenas notificar a ManCo sobre isso, mas também se assegurar da adoção de um plano de ação tempestivo para a correção do problema, no melhor interesse dos investidores do fundo.[240]

---

[239] Cf. Art. 22 (3) (a) da UCITSD; e Art. 4 da UCITSD-CDR.
[240] Cf. Art. 22 (3) (b) da UCITSD; e Art. 5 da UCITSD-CDR.

A terceira operação que compete ao *Depositary* fiscalizar é escrita de maneira um pouco distinta das demais. Explica-se: segundo o art. 22(3) (c) da UCITSD, é responsabilidade do *Depositary* executar todas as instruções que lhes sejam dadas pela ManCo. Ocorre, porém, que esse mesmo dispositivo estabelece que essa responsabilidade não subsiste se tais instruções estiverem em conflito com a legislação ou regulamento do fundo.[241] Naturalmente, a generalidade dessa exceção traz algumas dúvidas sobre a extensão de seu alcance e, por tal razão, a essência desse dever foi especificado no artigo correspondente da UCITSD-CDR.[242]

Simplificadamente, o entendimento é que incumbe ao *Depositary* estabelecer procedimentos para verificar, em particular, o enquadramento das operações do fundo aos limites de investimento e de alavancagem aplicáveis. Esses procedimentos devem ser proporcionais à natureza, escala e complexidade do fundo. Espera-se que o *Depositary* adote uma abordagem *ex post* e que, constatando eventual desenquadramento, acione o procedimento de escalonamento para obter instruções junto ao gestor sobre a reversão da operação.[243-244] Nada impede, contudo, que o *Depositary* adote procedimentos *ex ante* quando entender apropriado.

Isto posto, cumpre registrar que, tendo em vista que o papel do *Depositary* é o de prover um duplo controle de conformidade, entende-se que não lhe cabe adentrar ao mérito das decisões de investimento tomadas pela ManCo, mas apenas verificar se tais decisões respeitam a legislação e o regulamento do fundo.[245] Mas, o legislador europeu espera que o *Depositary*

---

[241] Cabe transcrever o dispositivo em questão: "*3. The depositary shall: (...) carry out the instructions of the management company or an investment company, unless they conflict with the applicable national law, or with the fund rules or the instruments of incorporation*". Cf. Art. 22 (3) (c) da UCITSD.

[242] "*Article 6: A depositary shall be deemed to comply with the requirements set out in point (c) of Article 22(3) of Directive 2009/65/EC where it establishes and implements at least: (a) appropriate procedures to verify that instructions of the management company or the investment company comply with applicable laws and regulations and with the UCITS' rules and instruments of incorporation; (b) an escalation procedure where the UCITS has breached one of the limits or restrictions referred to in second subparagraph. For the purposes of point (a), the depositary shall in particular monitor the UCITS' compliance with investment restrictions and leverage limits to which the UCITS is subject. The procedures referred to in point (a) shall be proportionate to the nature, scale and complexity of the UCITS*". Cf. Art. 6 da UCITSD-CDR.

[243] Cf. ESMA. *ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive – Final Report* (ESMA's Techical Advice), p. 169. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_379.pdf>. Acesso em: 2.5.2021.

[244] Vale citar o entendimento da indústria também: "[p]*rovided that when carrying out its duties on an ex post basis, the depositary acts promptly to advise the investment manager and/or the management/investment company of a breach and obtain confirmation, when validated, of the correct measure, the depositary should be deemed to have adequately performed its oversight duties. Likewise, the investment manager and/or the management body should inform the depositary as soon as an investment breach (either passive or active) has been identified in the course of its review. In case of disagreement on a breach analysis between the management/investment company and the depositary, the escalation process is applicable according to section VI hereafter. In no circumstances shall the depositary be deemed to reverse a transaction that is in breach of those laws, regulations or rules, or to block a NAV calculation which would include this transaction*", cf. ABBL/ALFI Guidelines, p. 10.

[245] Nesse sentido, cumpre transcrever: "[a]*s reminder, the task of the depositary is to oversee the monitoring of investment rules by the management/investment company of the fund or its delegate and to ensure that the*

investigue qualquer transação incomum que levante suspeitas sobre a existência de violações às regras relacionadas aos limites de investimento e de alavancagem do fundo. Em outros termos, existindo sinais de alerta (*red flags*), é requerida uma investigação mais aprofundada.[246]

A quarta operação que necessita ser fiscalizada concerne à liquidação das transações do fundo. Segundo a norma, o *Depositary* precisa implementar procedimentos para verificar se as contraprestações de tais transações são remetidas ao fundo de investimento dentro dos prazos habituais. Essa obrigação de monitoramento é cumprida se o *Depositary* implementar rotinas e controles para: (i) detectar situações em que o recebimento dessas contraprestações foge ao período usual; (ii) notificar a ManCo sobre a situação anormal detectada; e (iii) requisitar à contraparte a restituição de ativos quando a situação anormal não for devidamente remediada.[247] Se as transações não forem executadas em mercados regulamentados, o *Depositary* deve realizar sua tarefa à luz das condições próprias dessas transações.

A quinta e última operação cuja fiscalização é atribuída ao *Depositary* trata do cálculo dos rendimentos do fundo de investimento. A fim de observar se esses rendimentos estão sendo aplicados nos termos da legislação e do regulamento, o *Depositary* deve se assegurar não apenas que o seu cálculo foi feito corretamente, mas também verificar se medidas adequadas foram tomadas no caso de o auditor das demonstrações financeiras anuais do fundo apontar reservas sobre esse aspecto. A cada vez que o fundo de investimento distribuir proventos aos investidores, cabe ao *Depositary* aferir a completude e a exatidão dessas quantias. Se o *Depositary* entender que esse cálculo não está em conformidade com as regras aplicáveis, ele deve notificar a ManCo, bem como se assegurar que será adotado um plano de ação tempestivo para a correção do problema, no melhor interesse dos investidores do fundo.[248]

Em paralelo à fiscalização dessas operações, o *Depositary* precisa ainda monitorar continuamente os fluxos de caixa do fundo de investimento.[249] Em especial, é responsabilidade

---

investments meet the requirements designed by the investment manager, not to act as adviser to the fund nor judge the potential merits of an investment". Cf. ABBL/ALFI Guidelines, p. 20.

[246] Note-se, nesse sentido, a referência à necessidade de investigação adicional no caso de transações incomuns: "*(7) By virtue of its obligation of oversight under Directive 2009/65/EC* [i.e., UCITSD]*, the depositary should set up a procedure to verify on an ex post basis the UCITS' compliance with applicable law and regulations and its rules and instruments of incorporation. This should cover areas such as checking that the UCITS' investments are consistent with its investment strategies as described in the UCITS' rules and offering documents and ensuring that the UCITS does not breach its investment restrictions. The depositary should monitor the UCITS' transactions and investigate any unusual transaction. If the limits or restrictions set out in the applicable law or regulations or the UCITS rules and instruments of incorporation are breached, the depositary should act promptly to reverse the transaction that is in breach of those laws, regulations or rules*.", cf. Considerando (7) da UCITSD-CDR. Orientação similar a esta consta do Considerando (109) da AIFMD-CDR e no ESMA's Technical Advice, p. 169.

[247] Cf. Art. 22 (3) (d) da UCITSD; e Art. 7 da UCITSD-CDR.

[248] Cf. Art. 22 (3) (e) da UCITSD; e Art. 8 da UCITSD-CDR.

[249] Cf. Art. 22 (4) da UCITSD; e Arts. 9 e 10 da UCITSD-CDR.

do *Depositary* examinar se os recursos do fundo estão devidamente registrados em contas abertas em seu próprio nome (ou, então, no nome de outros prestadores de serviço observadas as hipóteses e requisitos previstos na legislação), bem como reconciliar diariamente os recursos presentes nessas contas. Para Hanneke Wegman, diferente dos outros deveres antes mencionados, tal monitoramento contínuo representa um mecanismo de prevenção *ex ante*, uma vez que o seu objetivo é mitigar a possibilidade de fraudes, eventuais falhas de escrituração e, ainda, a ocultação de transações entre o operador e o próprio fundo ("*self-dealing"*).[250]

A esta altura, cabe salientar que a UCITSD possui uma vedação genérica de delegação de tais deveres de supervisão.[251] No entanto, a sua correspondente AIFMD permite que tarefas de suporte sejam objeto de delegação e, tendo em vista que ambas as normas historicamente se retroalimentam, pairavam dúvidas sobre o alcance da referida vedação. Esse ponto esclarecido pela ESMA, que concluiu no sentido de que a delegação de tarefas relacionadas à supervisão é permitida desde que satisfeitos determinados requisitos.[252]

Como se percebe, grande parte do regime de proteção dos investidores é estruturado ao redor da figura e *Depositary* e diversos princípios de governança elaborados pela IOSCO estão claramente refletidos na regulação europeia. Dentre outros, o *Depositary* precisa ser independente do operador do fundo; seu acesso às informações do veículo é expressamente previsto na legislação; há o dever de reporte às autoridades competentes em casos de indícios de violações materiais; e é vedada a delegação dos seus deveres de supervisão. As normas também procuram especificar quais matérias devem ser objeto de fiscalização pelo *Depositary*, sob o pressuposto de que essa particularização é necessária à luz da natureza de seu papel.

2.6.2 Modelo norte-americano

O segundo modelo de governança de fundos de investimento, estudado nesta Seção, é o norte-americano. Os Estados Unidos são o país com a maior indústria de fundos em termos de

---

[250] Cf. WEGMAN. Op. Cit., pp. 194-195.
[251] Cf. Art. 22a (1) da UCITSD; e Art. 21 (11) da AIFMD.
[252] Segundo o entendimento da ESMA: "[t]*he answer refers to supporting tasks linked to the depositary tasks, such as administrative or technical functions performed as part of the depositary tasks, only. Supporting tasks that are linked to depositary tasks such as administrative or technical functions performed as part of the depositary tasks listed under Article 22(3) and (4) of the UCITS Directive could be entrusted to third parties where all of the following conditions are met: i. the execution of the tasks does not involve any discretionary judgement or interpretation by the third party in relation to the depositary functions; ii. the execution of the tasks does not require specific expertise in regard to the depositary function; and iii. the tasks are standardised and pre-defined"*. Cf. ESMA. *Questions and Answers: Application of the UCITS Directive*, 2021, p. 50. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34_43_392_qa_on_application_of_the_ucits_directive.pdf. Acesso em: 15.4.2021.

patrimônio líquido, representando quase metade do setor global de fundos de investimento, reunindo um montante que, sozinho, supera a indústria de todas as regiões isoladamente consideradas (Europa, Américas, Ásia-Pacífico e África).[253] Não é de se estranhar, assim, que a regulação de fundos americana seja um relevante ponto de partida para outras jurisdições.

Ocorre, porém, que a organização dos fundos de investimento nos Estados Unidos possui uma característica muito peculiar: esses fundos são regulados à luz de um paradigma de governança corporativa e, em larga medida, são pensados pela legislação como companhias comuns cujo objeto social primário é o de realizar investimentos.[254] Essa perspectiva interage em diversos planos com a regulação desses veículos, a começar pela denominação oficial dos fundos: companhias de investimentos ("*investment companies*"). Mas, talvez a principal influência desse paradigma seja a exigência de que cada fundo possua um Conselho de Administração, órgão a quem a legislação incumbe um papel central na governança do fundo.

É importante dizer que as *investment companies* são um gênero que pode ser subdividido nas seguintes espécies principais: (i) fundos abertos ("*open-end company*"), sendo estes os conhecidos *mutual funds*; (ii) fundos fechados ("*closed-end company*"); e (iii) *unit investment trusts* (UIT), que fazem uma única oferta pública de um número fixo e específico de títulos resgatáveis, dissolvendo-se em uma data especificada no momento de sua criação. Os ETF, vale dizer, são constituídos sob um regime de isenções emitido pela SEC. [255] De todo modo, tendo em vista o escopo desse trabalho e considerando que os *mutual funds* respondem por cerca de 80% da indústria de fundos regulados americana,[256] os parágrafos abaixo consideram as regras aplicáveis a esses veículos ao descrever a regulação de tal país.

Nos Estados Unidos, existe uma tripla camada de normas que se aplicam aos fundos de investimento. A primeira é a legislação federal, mais precisamente, uma dupla de atos

---

[253] Os dados, do final de 2020, compreendem fundos abertos sujeitos à regulação e excluem fundos de cotas. Cf. IIFA. *Worldwide Regulated Open-End Fund Assets And Flows*, 4º trimestre de 2020, Tabela 5. Disponível em: <https://cdn.ymaws.com/iifa.ca/resource/collection/8956AA40-A06F-4064-AF88-2CF48B82744E/IIFA_-_Worldwide_Open-End_Fund_Report_-_Q4_2020.pdf. Acesso em: 20.4.2021.

[254] Como explica Anita Krug: "[g]*iven this blurring of companies providing products or services and those investing in other companies, "investment company" came to be defined in the ICA simply as a company as to which 'more than one-half of its assets, other than cash and United States Government securities, consisted of securities other than securities of subsidiary companies which were not investment companies'*". Cf. KRUG. Op. Cit., pp. 269-270

[255] Tecnicamente, as *investment companies* são categorizadas em três tipos: (i) *face-amount certificate company*; (ii) *unit investment trust*; e (iii) *management company*. Estas últimas, por sua vez, são classificadas, considerando-se a existência de resgate, em *open-end company* ou *closed-end company*; e, considerando a composição de sua carteira, em *diversified management company* ou*non-diversified management company*. Cf. Secs. 4 e 5 da ICA.

[256] Seguidos dos ETF, com cerca de 17%, e dos fundos fechados e UIT, ambos com menos de 1% do patrimônio líquido da indústria. Os dados, de 2019, são referentes aos fundos sujeitos a registro na SEC. Cf. ICI. *Investment Company Fact Book 2020.* Disponível em: formato digital em <https://www.icifactbook.org>. Acesso em: 15.4.2021.

normativos: o *Investment Company Act* (ICA) e *o Investment Adviser Act* (IIA), ambos de 1940. Enquanto o primeiro regula o fundo de investimento em si, inclusive definindo os casos em que esse precisa ou não ser registrado perante a SEC,[257] o segundo se aplica às instituições que atuam na gestão de recursos de terceiros (seja de forma individual, seja de forma coletiva).

Essas instituições que atuam na gestão de recursos de terceiros são os *Investment Advisers*[258] que, hoje, ressalvadas as exceções contidas na norma, devem ser registrados na SEC ainda que figurem como gestores de fundos que não estejam sujeitos ao registro (sendo os *hedge funds* o caso mais típico), exigência esta que foi uma resposta à crise de 2008. Isso porque o *Dodd-Frank Act* substituiu por exceções bem mais restritas uma previsão genérica que, antes, excepcionava os *Advisers* de registro por serem gestores de fundos não submetidos à ICA.[259]

Por sua vez, a segunda camada são as normas editadas pela SEC. Como afirma Anita Krug, muito embora a SEC tenha amplos poderes para regulamentar diversos aspectos do funcionamento de um fundo de investimento, esses poderes geralmente não alcançam a organização do próprio fundo. Isso porque tal assunto é diretamente regulado, por um lado, pelas normas federais acima mencionadas, que definem *standards* e princípios gerais que devem ser supervisionados pelo Conselho de Administração[260] e, por outro lado, pela legislação estadual aplicável ao instituto jurídico que conforma o fundo de investimento.

Nesse sentido, a terceira camada é justamente a legislação estadual. Não existe, nos Estados Unidos, uma definição na ICA sobre qual instituto jurídico pode ser utilizado para a criação dos fundos de investimento; o que há, na verdade, é a definição de algumas características essenciais que todos os fundos sujeitos a registro precisam ter, em especial, o

---

[257] Ou seja, a legislação americana reconhece uma diferenciação entre fundos públicos e privados. Como explica Hanneke Wegman: "[u]*nder the 1940 Act* [ICA]*, an investment fund should register with the SEC in case it offers or sells it shares/other participation rights publicly and does not qualify for an exemption. Once registered, the fund is subject to the 1940 Act's regulatory regime. Most unregistered funds are generally exempt under the 1940 Act special provisions Article 3(c)(1) and 3(c)(7) for non-public funds. Specifically, this means that they either have no more than 100 investors ('3(c)(1) fund') or only qualified investors ('3(c)(7) fund') and do not make or propose to make a public offering of its shares to US investors*". Cf. WEGMAN. Op. Cit., p. 38.

[258] "*An investment adviser is defined in the Advisers Act as a person or institution that gives advice about securities to clients, including investment funds. The 2nd Circuit of the US Court of Appeals has stated in this respect that the latter group in fact 'advise' the funds by exercising control over their portfolios*." Cf. Ibidem.

[259] As duas exceções principais para o registro sob a IIA são: (i) ser gestor exclusivamente de fundos de *venture capital*; e (ii) ser gestor de fundos não sujeitos à registro que possuam menos de U$150 milhões em patrimônio líquido. Cf. SEC. *Private Fund Adviser Overview*. Disponível em: <https://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/private-fund-adviser-resources.htm. Acesso em: 15.4.2021.

[260] Nas palavras de Anita Krug: "[r]*ather than tasking the SEC with formulating specific rules and restrictions governing all details of an investment company's operations, the ICA sets standards and principles that the board of directors must uphold in overseeing the investment company's activities and, in particular, approving or disapproving any particular conduct that the company's officers and managers may wish to pursue*". Cf. KRUG. Op. Cit., p. 272.

Conselho de Administração.[261] Daí porque, historicamente, duas são as formas jurídicas mais utilizadas. Primeiro, os *trusts*, nesse caso constituídos principalmente em Massachussets (*business trusts*) – tal como o primeiro fundo aberto norte-americano, o MIT – ou, mais recentemente, em Delaware (*statutory trust*). Em segundo lugar, as companhias, caso em que a constituição se dá no estado de Maryland. As regras relativas a esses institutos são aplicáveis aos fundos naquilo que não conflitarem com o disposto nos quadros normativos anteriormente citados.[262]

Isto posto, para compreender em mais detalhes o racional do regime em questão, é preciso antes brevemente chamar a atenção para como os fundos são constituídos nos Estados Unidos.[263] Tradicionalmente, uma instituição (chamado de "*sponsor*") constitui um fundo de investimento como sua subsidiária integral e, na qualidade de único sócio, elege os membros de seu Conselho de Administração. Em seguida, o Conselho aprova a contratação, pelo fundo, do próprio *sponsor* ou de uma sociedade a ele relacionada para gerir o veículo, isto é, o *Investment Adviser*. É possível ainda que o Conselho delibere a contratação pelo fundo de outros prestadores, também relacionados ao *sponsor*/*Investment Adviser*, para realizar alguns serviços ao fundo, como a administração e distribuição. Nesse desenho tradicional, o fundo é gerido, administrado e distribuído por instituições relacionadas entre si. E é somente quando esses aspectos estão definidos que as cotas do fundo são distribuídas aos investidores.

Assim, o *Investment Adviser* é um dos principais atores no modelo norte-americano, assumindo o papel de operador do veículo e ficando responsável, por consequência, pela gestão de sua carteira. Nada impede, contudo, que ele delegue a responsabilidade pela gestão de parcela ou mesmo de toda a carteira do fundo a terceiros (os "*subadvisers*"), caso em que o *Adviser* assume a obrigação de fiscalizá-lo em conjunto com o Conselho de Administração.[264]

Por sua vez, o Conselho de Administração tem fundamentalmente duas funções: (i) negociar e aprovar o contrato com o *Investment Adviser*; e (ii) supervisionar o cumprimento, pelo *Investment Adviser* (e eventuais *subadvisers*) ao disposto na legislação e nos documentos

---

[261] Explica Hanneke Wegman: "[w]*hile the 1940 Act* [ICA] *does not explicitly state that registered funds must have a specific legal structure, it does impose certain requirements that assume a corporate or trust form as typical structure, such as the requirement to have a board of directors consisting of multiple directors (whose function is to oversee the operations of the fund and review contracts with service providers) and rules on voting* (…)". Cf. WEGMAN. Op. Cit., p. 202.

[262] Cf. Sec. 50 do ICA; e Sec. 222 do IIA.

[263] Cf. BIRDTHISTLE. Op. Cit., pp. 32-59.

[264] Cf. IDC. *Board Oversight of Subadvisers*, p. 3. 2010. Disponível em: <https://www.idc.org/system/files/attachments/pdf/idc_10_subadvisers.pdf>. Acesso em: 15.4.2021.

do fundo.[265] A legislação, no entanto, reconhece que há uma intrínseca relação entre o Conselho e o *Investment Adviser* – afinal, é este, ou então uma parte a ele relacionada, que elege os integrantes daquele órgão. E, considerando que um mesmo gestor figura nessa posição para inúmeros fundos de investimento ao mesmo tempo, não raro as mesmas pessoas sejam indicadas para ocupar cargos nos Conselhos de muitos desses fundos de investimento.

Em razão desses motivos, a legislação determina que no mínimo 40% dos membros do Conselho de Administração devem ser independentes,[266] submetendo a eles – e não à totalidade dos membros do órgão – algumas relevantes decisões, tais como a de deliberar anualmente sobre a renovação do contrato celebrado com o *Adviser*. Vale mencionar que a grande maioria dos *mutual funds* se registra na SEC valendo-se de isenções a alguns requisitos estabelecidos na ICA e, para tanto, exige-se que aquela quantidade mínima de conselheiros independentes seja elevada. De acordo com o *Investment Company Institute* (ICI), atualmente a vasta maioria dos Conselhos de Administração dos fundos é composta por conselheiros independentes.[267]

A SEC assim explica o papel dos conselheiros independentes:[268]

> In an effort to control conflicts of interest between funds and their investment advisers, Congress required that at least 40% of a fund's board be composed of independent directors. **Congress intended to place independent directors in the role of "independent watchdogs," who would furnish an independent check upon the management of funds and provide a means for the representation of shareholder interests in fund affairs.**
>
> **Independent directors play a critical role in policing the potential conflicts of interest between a fund and its investment adviser**. The Act requires that a majority of a fund's independent directors: approve the fund's contracts with its investment adviser and principal underwriter; select the independent public accountant of the fund; and select and nominate individuals to fill independent director vacancies resulting from the assignment of an advisory contract. In addition, rules promulgated under the Act require independent directors to: approve distribution fees paid under rule 12b-1 under the Act; approve and oversee affiliated securities transactions; set the amount of the fund's fidelity bond; and determine if participation in joint insurance contracts is in the best interest of the fund. Each of these duties and responsibilities is vital to the proper functioning of fund operations and, ultimately, the protection of fund shareholders. (negritos nossos)

---

[265] Cf. PALMITER, Alan. *Mutual Fund Boards: A Failed Experiment in Regulatory Outsourcing*. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Vol. 1, Nº. 165, 2006, p. 167. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1084876>. Acesso em: 20.4.2021.

[266] Os critérios da Sec. 2(a) 19 da ICA definem o conceito conselheiro independente ("*desinterested person"*).

[267] Segundo estudo da ICI, em 84% dos complexos de fundos o número de investidores independentes chega a 75%. Cf. ICI. *Overview of Fund Governance Practices - 1994–2018*, p. 1. 2019. Disponível em: <https://www.idc.org/system/files/attachments/pdf/19_pub_fund_governance.pdf>. Acesso em: 5.4.2021.

[268] Cf. *SEC Interpretation: Matters Concerning Independent Directors of Investment Companies*, Release Nº. IC-24083, 1999. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/interp/ic-24083.htm>. Acesso em: 19.1.2021.

Diante das formas jurídicas comumente assumidas pelos fundos americanos, os membros de seu Conselho de Administração estão submetidos a um regime fiduciário que, em muito, se assemelha àquele dos conselheiros de companhias operacionais, como a cominação de deveres de diligência e lealdade, bem como a obrigação de supervisão do veículo.[269]

E é por esse motivo que, para tentar evitar uma indevida ingerência do Conselho nas tarefas que cabem ao *Investment Adviser*, a legislação especifica algumas matérias que devem ser submetidas à apreciação desse órgão. Nesse sentido, de acordo com Alan Palmiter, a SEC contabiliza ao menos 27 operações do fundo que devem ser objeto de algum tipo de revisão do Conselho de Administração, seja de todos os seus membros, seja apenas dos independentes.[270] Do mesmo modo, nos últimos anos, a área técnica tem implementado iniciativas com o objetivo de melhor delimitar o que se espera dos conselheiros, de modo a traçar uma linha mais bem definida entre a gestão do fundo, de um lado, e a sua supervisão, de outro.[271]

Isto posto, três comentários adicionais são necessários neste ponto. O primeiro deles é que, embora existam defensores,[272] o paradigma de governança sobre o qual é construído o modelo de governança dos *mutual funds* americanos vem sendo objeto de severas críticas por parte da doutrina, especialmente no que diz respeito ao papel central que esse regime atribui ao Conselho de Administração. Isso porque, para tais autores, o Conselho de Administração não seria um instrumento efetivo para controlar os potenciais desalinhamentos de interesses entre o *Investment Adviser* e os investidores, seja porque seus membros não possuem os conhecimentos ou meios adequados para tanto, seja porque a estreita relação mantida com o gestor do fundo

---

[269] Vale transcrever o que já afirmou a SEC sobre o assunto: "[i]*n fulfilling their responsibilities to a fund that they oversee, fund directors should understand the nature and source of their legal obligations to the fund and the fund's shareholders. Because funds are generally formed as corporations, business trusts, or partnerships under state law, fund directors and trustees, like other corporate directors, are subject to a ''duty of care'' and a ''duty of loyalty'' under state and common law fiduciary principles as well as the obligations imposed on them under the Investment Company Act. A director's duty of care generally requires a fund director to perform his or her oversight responsibilities with the care of an ordinarily prudent person in a like position under similar circumstances. The duty of care thus establishes the degree of attention and consideration required of a director in matters related to the fund he or she oversees. As such, a director's duty of care incorporates a duty to be informed, requiring that a director be reasonably informed about an issue before making a decision relating to that issue. To be reasonably informed about an issue, a director must inform him or herself of all material information regarding that issue reasonably available to him or her."* Cf. SEC. *Enhanced Disclosure and New Prospectus Delivery Option for Registered Open-End Management Investment Companies (Proposed Rule).* Release nº 33–894. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-58264fr.pdf>. Acesso em: 5.4.2021.

[270] Cf. PALMITER, Alan. Op. Cit., p. 170.

[271] Um exemplo é o "*Project Outreach*", finalizado recentemente. Sobre ele, v. BLASS, Dalia. *Remarks at the IDC - 2018 Fund Directors Conference.* Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/speech-blass-101618>. Acesso em: 5.4.2021.

[272] V., por todos: LANCELLOTA, Amy; PIKE, Paulita; STEVENS, Paul. Fund Governance: A Successful, Evolving Model. *Virginia Law & Business Review*, Vol. 10, Nº 3, 2016, pp. 455-489.

cria incentivos para que os conselheiros, mesmo os independentes, sejam menos rígidos do que o desejável no exercício de suas funções de supervisão.[273]

O segundo comentário é que, para além da maneira tradicional de constituição dos fundos acima mencionada, outra forma tem paulatinamente ganhando importância. Nesta, o *sponsor* não é uma sociedade relacionada ao *Investment Adviser*, mas, sim, um prestador de serviços dele independente, como o administrador (nesse caso, um "*third-party administrator*"). Nesse cenário, é o prestador de serviços o responsável por eleger os membros do Conselho de Administração que deliberarão a respeito da contratação do gestor do fundo. Assim, a família de fundos é identificada não por ter um gestor em comum, e sim porque todos os fundos possuem o mesmo administrador. Alguns autores, como Anita Krug, defendem que esse, potencialmente, é um modelo mais hígido – porém, ainda não ideal –, na medida em que os conselheiros do fundo de investimento são eleitos por uma instituição independente do *Investment Adviser* e, por isso, enfrentariam menos incentivos adversos para fiscalizá-los.[274]

Por fim, o último comentário diz respeito ao fato de que, nos últimos anos, a SEC ter iniciado, ainda que esporadicamente, acusações contra *third-party administrators* de fundos privados sob o argumento de que esses prestadores de serviços são também considerados *gatekeepers* desses veículos de investimento. Já houve casos nos quais SEC alegou que eles teriam sido coniventes com a prática de fraudes cometidas por *Investment Adviser* ao não terem detectado (ou terem detectado porém não agido de forma diligente) sinais de alerta que apontavam para a ocorrência dessas irregularidades.[275] Assim, não seria de se estranhar se, à medida em que ganhe escala o acima mencionado modelo alternativo, esse entendimento venha

---

[273] Como sintetizado por Joseph Warburton: "[t]*he system of mutual fund directors has faced mounting criticisms over the years, leading to claims that they are not 'watchdogs' but rather 'sleeping dogs.*'" Cf. WARBURTON, Joseph. *Should Mutual Funds Be Corporations? A Legal & Econometric Analysis.* The Journal of Corporation Law, Vol. 33, Nº 3, 2008, p. 754.

[274] Cf. KRUG, Anita. *Toward Better Mutual Fund Governance*. 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2752090>. Acesso em: 20.4.2021.

[275] A respeito, vale transcrever o comunicado sobre acordo fechado pela SEC em um desses casos: "*The Securities and Exchange Commission today announced that a firm providing administrative services to private funds has agreed to pay more than $350,000 to settle charges that it failed to heed red flags and correct faulty accounting by two clients.*

SEC investigations found that Apex Fund Services (US) Inc. missed or ignored clear indications of fraud while contracted to keep records and prepare financial statements and investor account statements for funds managed by ClearPath Wealth Management and EquityStar Capital Management. Both clients have since been charged with fraud in SEC enforcement actions.

"Fund administrators are responsible for ensuring that fund records provide accurate information about the value and existence of fund assets," said Andrew Ceresney, Director of the SEC's Division of Enforcement. "Apex failed to live up to its gatekeeper responsibility and essentially enabled the schemes to persist at each of these advisory firms until the SEC stepped in." Cf. SEC. *Private Fund Administrator Charged With Gatekeeper Failures*. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-120.html>. Acesso em: 20.4.2021.

a ser também aplicado pelo regulador norte-americano no contexto dos *mutual funds*, muito embora não se tenha encontrado notícia de que isso já tenha ocorrido.

2.6.3 Modelo australiano

Finalmente, o último exemplo de modelo regulatório estrangeiro a ser estudado é o vigente na Austrália. Nesse país, o gênero dos fundos investimento é tecnicamente denominado de "*managed investment scheme*", embora também sejam conhecidos como "*managed funds*".[276] Sua principal base legislativa é o Capítulo 5C da Lei nº 50, de 2001 (*Corporations Act*), o qual define as hipóteses em que tais veículos devem obter registro perante o regulador local, a *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC).[277]

Uma característica singular dos fundos australianos é que não existe uma separação formal entre o operador, de um lado, e o custodiante que atua como supervisor das operações do veículo, de outro. Fundos constituídos na Austrália têm apenas um prestador de serviço que assume ambas as funções, a *Responsible Entity*, que precisa ser uma companhia aberta com um registro específico que a autorize a operar *managed investment schemes*.[278] No modelo australiano, portanto, a *Responsible Entity* é o operador e o custodiante.

Não há uma forma jurídica única prescrita na legislação para a corporificação dos fundos de investimento. No entanto, como explicam Pamela Hanrahan e Ian Ramsay, no caso de veículos abertos, o instituto historicamente preferido é o dos *trusts*, por dois principais motivos.[279] Primeiro, porque eles são fiscalmente eficientes por permitirem o *look-trough*, o que não é possível para formas societárias. Em segundo lugar, porque os *trusts* não enfrentam os obstáculos jurídicos para a redução de capital que são enfrentados pelas sociedades. No caso de fundos que assumem a forma jurídica de *trusts*, sua constituição ocorre por meio de um *deed*

---

[276] Um "*managed investment scheme*" é *"(a) a scheme that has the following features: (i) people contribute money or money's worth as consideration to acquire rights (interests) to benefits produced by the scheme (whether the rights are actual, prospective or contingent and whether they are enforceable or not);(ii) any of the contributions are to be pooled, or used in a common enterprise, to produce financial benefits, or benefits consisting of rights or interests in property, for the people (the members) who hold interests in the scheme (whether as contributors to the scheme or as people who have acquired interests from holders); (iii) the members do not have day-to-day control over the operation of the scheme (whether or not they have the right to be consulted or to give directions); or (b) a time-sharing scheme* (…)". Cf. Part. 1.2, Division 1 (9), da *Corporations Act*.

[277] Em outras palavras, a legislação australiana reconhece a diferença entre fundos públicos e privados. Em linhas gerais, para um fundo que pode receber investimentos de investidores de varejo, ele deve ser registrado na ASIC se tiver mais de 20 investidores ou se for distribuído por pessoas por instituição especializada nessa atividade, embora existam exceções. Cf. Seções 601ED e 1012E da *Corporations Act*.

[278] Sob o regime da Australian Financial Services (AFS). Cf. Seção 601FA da *Corporations Act*.

[279] Cf. HANRAHAN, Pamela; e RAMSAY, IAN. *Regulation of mutual funds in Australia,* p. 4. 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2890631>. Acesso em: 10.4.2021.

of trust em que a *Responsible Entity* é designada como *trustee* e, assim, titulariza o fundo em benefício dos investidores, chamados de "membros" do veículo nos termos da legislação.

Mas nem sempre foi assim; na realidade, esse regime unitário, em que há apenas a *Responsible Entity*, foi instituído há pouco mais de 20 anos – antes, os fundos australianos possuíam tanto um gestor quanto um *trustee*, este encarregado de funções de custódia, de representar os interesses dos investidores e de supervisionar o gestor. Esse regime, no entanto, foi colocado à prova nos anos 1990. Por conta de uma crise imobiliária irrompida no início daquela década, muitos cotistas buscaram resgatar sua participação em fundos que investiam nesse setor. A corrida foi tamanha que, em 1991, o direito de resgate foi congelado sob o pretexto de permitir uma liquidação ordenada desses veículos ou sua conversão em fundos fechados listados.[280]

Ao mesmo tempo, uma comissão jurídica foi instalada para revisar o regime jurídico dos veículos de investimento coletivo na Austrália. O sumário do relatório intitulado *"Collective Investments: Other People's Money"*, de 1993, resume os motivos pelos quais se sugeriu a modificação do regime até então vigente. Segundo aquela comissão, embora a legislação obrigasse que os fundos tivessem dois prestadores de serviço, não havia uma divisão clara sobre as responsabilidades de cada um; e isso "*not only leads to unnecessary confusion – it is inflexible, encourages unsatisfactory commercial practives and sometimes results in neither taking responsibility for compliance with the law because each can blame the other*".[281]

A solução para esse problema perpassaria, de acordo com tal comissão, por dois pontos fundamentais: além de o fundo passar a ser responsabilidade de uma única entidade – isto é, uma *Responsible Entity* –, entendeu-se que também deveria ser fomentada uma cultura de *compliance* no âmbito dessa entidade.[282] O resultado dos estudos conduzidos à época foi a substituição do modelo até então existente pelo regime unitário ora em vigor.

É importante salientar que não existe qualquer impedimento de a *Responsible Entity* repassar algumas de suas responsabilidades a terceiros, incluindo a gestão e administração do

---

[280] Para uma melhor contextualização do desenvolvimento do regime jurídico australiano relativo aos veículos de investimento coletivo, v. MEES, Bernard *et al. Fifty Years of Managed Funds in Australia – A Preliminary Research Report,* 2005, especialmente pp. 101-117. Disponível em: <https://law.unimelb.edu.au/__data/assets/pdf_file/0008/1709909/91-50_Years_of_Managed_Funds1.pdf>. Acesso em: 10.4.2021.

[281] Cf. ALCR. *Collective Investments: Other People's Money*, 1993, p. 3. Disponível em: <https://www.alrc.gov.au/wp-content/uploads/2019/08/ALRC65_Summary.pdf>. Acesso em: 10.4.2021.

[282] "*The law must be changed to promote a culture of compliance among scheme operators. The first step is to make each scheme have a single, clearly identified entity responsible to investors and to public authorities for running the scheme. The split in responsibility presently prescribed by the law should cease. The scheme operator should have a clear set of obligations, prescribed by law, that it owes directly to the investors in the* scheme". Cf. Ibid., p. 5.

fundo; essas entidades, na realidade, são obrigadas a indicar um custodiante para custodiar os ativos do fundo, porém este não possui nenhum dever de monitoramento.[283] Na prática, portanto, muitas atividades são terceirizadas, especialmente funções como contabilidade, escrituração e controladoria, dentre outras. É permitido, até mesmo, que essa terceirização seja feita para prestadores de serviços que sejam partes relacionadas à *Responsible Entity*.[284]

Apesar de não existirem normas expressas nesse sentido na legislação, espera-se que a *Responsible Entity*, na qualidade de operador do fundo, implemente mecanismos para monitorar quem assumir algumas atividades necessárias ao funcionamento do veículo. Isso porque, na medida em que essa entidade precisa atuar com cuidado e diligência, a expectativa é que sejam estabelecidos procedimentos para a supervisão desses terceiros.

As orientações indicam *quem* necessita ser fiscalizado – o delegatário –, mas não *o que*. Ainda assim, a ASIC sugere algumas questões que as *Responsible Entities* podem considerar ao elaborar seus controles internos para supervisionar esses prestadores, havendo orientações adicionais no caso de tais prestadores serem partes relacionadas ao operador do fundo.[285]. O regulador já manifestou sua visão de que os operadores devem ter competência suficiente para, de maneira independente, identificar riscos, monitorar e continuamente avaliar o desempenho desses prestadores de serviços terceirizados.[286] O *Financial Services Council* (FSC), associação

---

[283] Cf. ASIC. *Regulatory Guide 133 – Funds management and custodial services: Holding Assets,* 2018, p. 8. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/5689879/rg133-published-31-july-2018-20200727.pdf>. Acesso em: 5.4.2021.

[284] Cf. MOODIE, Grant; RAMSAY, Ian. *Managed Investment Schemes: An Industry Report*, 2003, p. 59. Disponível em: <https://law.unimelb.edu.au/__data/assets/pdf_file/0005/1723532/13-ManagedInvestments2.pdf>. Acesso em: 5.4.2021.

[285] "*In establishing compliance controls to address the risk of not meeting compliance obligations because of a failure by an external service provider, the responsible entity could consider: (a) What due diligence processes does the responsible entity use for choosing suitable service providers? What are the procedures to ensure that the use of third parties will be appropriately evaluated? (b) What are the procedures to ensure that contracts with external service providers are appropriate, including service level agreements? What are the policies and processes for ensuring that agreements are always formalised and documented? (c) What procedures ensure that external service providers are meeting the terms of the contractual arrangements? (d) What arrangements are in place to ensure that any external custodian used meets ASIC's standards? (e) What procedures will the responsible entity use to monitor the activities of external service providers to ensure that the service provider is complying with the constitution, the Corporations Act and any other regulatory requirements? How does the responsible entity maintain adequate staff and skill sets in-house to effectively monitor external service providers? (f) What procedures ensure completeness and timeliness of income and that expenditure is appropriately authorised and in accordance with the constitution? (g) How does the responsible entity ensure that the service provider employs an appropriate standard of care when performing the delegated function? (h) How does the responsible entity monitor the activities of the service provider and evaluate the performance of the delegate in relation to the delegated function?*". Cf. ASIC. *Regulatory Guide 132 - Funds management: Compliance and oversight*, 2018, pp. 38-39. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-132-funds-management-compliance-and-oversight/. Acesso em: 10.4.2021.

[286] "*Where external third-party service providers are used, we expect responsible entities to have sufficient skills to independently identify material risks and to monitor and assess the service provider's performance and ongoing suitability. We note that under s601FB, responsible entities retain ultimate responsibility for the operation of the scheme*". Cf. ASIC. *Regulatory Guide 259 – Risk Management Systems of Responsible Entities,* 2017, p. 13.

local, emite boas práticas no que diz respeito à terceirização, possuindo, por exemplo, um questionário padrão de *due diligence* para a seleção e escolha desses prestadores de serviço.[287]

Esses terceiros são considerados meros delegatários da *Responsible Entity*, que continua responsável por seus atos ou omissões de acordo com a Seção 601FB da *Corporations Act*.[288] Esse dispositivo materializa a política normativa de que somente um ator deve ter responsabilidade legal por todas as atividades de um fundo de investimento, o que é mantido mesmo se terceiros forem indicados ou contratados para exercê-las. A legislação vai além e determina que a *Responsible Entity* continua respondendo por tais atos ou omissões, ainda que tais terceiros atuem de forma fraudulenta ou fora dos limites de suas funções. Assim, como explicam Grant Moodie e Ian Ramsay, o risco de fraude recai sobre o operador do fundo independentemente de sua diligência no monitoramento das ações de seus delegatários. [289]

Para lidar com as consequências advindas da dissociação entre gestores e fundos, o novo regime não previu que esses veículos tivessem monitores como os *Depositaries* do modelo europeu ou um Conselho de Administração composto com número mínimo de membros independentes, como ocorre no caso norte-americano. "*Instead*", explicam Pamela Hanrahan e Ian Ramsay, "*the emphasis is on using a combination of statutory obligations, private litigation rights, public sanctions and market forces to ensure that the responsible entity conducts the affairs of the fund in a manner consistent with a high level of fiduciary accountability*". [290]

Três são as principais estratégias jurídicas adotadas no regime australiano para lidar com as consequências do fenômeno da dissociação entre gestores e fundos. A primeira delas é a imposição de deveres fiduciários tanto à *Responsible Entity* quanto aos seus administradores – por exemplo, sempre que houver conflito, tais administradores devem colocar os interesses dos investidores dos fundos antes dos interesses empresariais daquela entidade.[291] A segunda

---

Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/4196472/rg259-published-27-march-2017.pdf>. Acesso em: 10.4.2021.

[287] Cf. FSC. *Guidance Note 37: Template Operational Due Diligence Questionnaire*. 2018. Disponível em: <https://www.fsc.org.au/resources/fsc-standards-and-guidance-notes/guidance-notes>. Acesso em: 10.4.2021.

[288] Vale transcrever: "*601FB Responsible entity to operate scheme (1) The responsible entity of a registered scheme is to operate the scheme and perform the functions conferred on it by the scheme's constitution and this Act. (2) The responsible entity has power to appoint an agent, or otherwise engage a person, to do anything that it is authorised to do in connection with the scheme. For the purpose of determining whether: (a) there is a liability to the members; or (b) the responsible entity has properly performed its duties for the purposes of subsection 601GA(2); the responsible entity is taken to have done (or failed to do) anything that the agent or person has done (or failed to do) because of the appointment or engagement, even if they were acting fraudulently or outside the scope of their authority or engagemen*t". Cf. Seção 601FB da *Corporations Act.*

[289] Cf. MOODIE; RAMSAY. Op. Cit., p. 59.

[290] Cf. HANRAHAN; RAMSAY. Op. Cit., p. 5.

[291] Cf. Seção 601FD (1) (c) da *Corporations Act*.

estratégia jurídica consiste nos direitos essenciais conferidos aos investidores, como os direitos de informação, de ação e de voto, incluindo o poder de substituir a *Responsible Entity*.

A terceira estratégia jurídica é a obrigatoriedade de as *Responsible Entities* estabelerem um plano de *compliance* para cada veículo de investimento coletivo, ainda que um plano possa incorporar outro por referência.[292] Naturalmente, espera-se que tal entidade monitore e cumpra fielmente o disposto nesse documento. O plano precisa prever as medidas adequadas que serão adotadas para assegurar a conformidade com a legislação e com as regras previstas nos documentos do fundo, incluindo os arranjos para garantir que: (i) o patrimônio do fundo não se misture com outros; (ii) os ativos do fundo sejam precificados em intervalos adequados com a sua natureza; e (iii) os documentos relativos às operações do fundo serão guardados. [293]

A legislação não define quais medidas necessitam ser adotadas. De acordo com a ASIC, cabe às próprias *Responsible Entities* a escolha, o desenvolvimento e a implementação do conjunto de controles internos que, em seu entendimento, seja apropriado para lidar com os riscos relacionados à operação do fundo de investimento. Busca-se conferir flexibilidade àquelas entidades para instituir as estruturas, os controles e as rotinas que sejam adaptados à realidade de cada veículo de investimento coletivo. Mas, o regulador tem orientações sobre pontos que as *Responsible Entities* precisam se atentar ao elaborar tais planos.[294]

O plano de *compliance* deve ser auditado anualmente. Ao auditor cabe: (i) examinar o plano; (ii) conduzir uma análise a respeito da observância da *Responsible Entity* ao plano durante o período sob revisão; e (iii) emitir um relatório, dirigido àquela entidade, manifestando sua opinião a respeito do cumprimento do plano pela *Responsible Entity* no período em questão, bem como em relação à contínua adequação do plano de conformidade aos requisitos da legislação. Assim sendo, o auditor funciona como um supervisor independente e externo, no que diz respeito ao cumprimento ou não do plano de conformidade. [295]

O auditor deve executar os procedimentos que sejam relevantes e adequados para aferir se o plano está ou não sendo observado na prática. A ele é garantido por lei tanto o acesso contínuo aos registros do veículo de investimento coletivo quanto a assistência da administração da *Responsible Entity* durante os procedimentos de auditoria.[296] Caso o auditor se depare com

[292] Cf. Seções 601HA e 601HB da *Corporations Act*.
[293] Cf. Seção 601HA da *Corporations Act*.
[294] Cf. ASIC. *Regulatory Guide 132 - Funds management: Compliance and oversight*, 2018, pp. 7-8.
[295] Cf. Ibid., p. 10.
[296] Cf. Seção 601HG (5)-(6) da *Corporations Act*.

circunstâncias que o levem a acreditar que houve uma violação por parte daquela entidade, ele é obrigado a comunicar, por escrito, à ASIC. [297]

A fim de evitar que o auditor seja substituído injustificadamente pela *Responsible Entity*, a legislação traz regras bem delineadas sobre esse aspecto.[298] A não ser que o auditor se torne inelegível para executar essa atividade, a *Responsible Entity* somente pode destituí-lo com o consentimento da ASIC. Do mesmo modo, o auditor apenas pode renunciar a essa posição se ele solicitar a anuência da ASIC por escrito e comunicar tal pedido de renúncia ao operador do fundo. O auditor precisa informar ao regulador as razões que o levaram a solicitar tal renúncia.

Para além da obrigação de auditoria anual, há casos em que a *Responsible Entity* deve constituir um Comitê de Compliance. Isso ocorre se menos da metade dos membros do Conselho de Administração daquela entidade forem considerados "externos"[299] segundo os requisitos legais. O Comitê precisa ter ao menos 3 (três) membros, em sua maioria, externos.

O Comitê de Compliance é responsável[300] por avaliar se o plano de *compliance* é adequado, bem como por monitorar o cumprimento do operador do fundo ao disposto em tal documento. Para o exercício de suas atividades, o Comitê de *Compliance* pode contratar assistência jurídica, contábil ou de outras naturezas, às custas do operador do fundo. É dever do Comitê relatar à *Responsible Entity* os desvios que detectar e, se esta não tomar medidas efetivas para lidar adequadamente com uma violação relatada, cabe ao Comitê reportar isso à ASIC.

O referido Comitê de *Compliance* funciona como uma estrutura intermediária entre, de um lado, o departamento de *compliance* da *Responsible Entity* e, de outro, o seu Conselho de

---

[297] Cf. Ibid., pp. 60-63.

[298] Cf. Seção 601HH da *Corporations Act*.

[299] Conselheiros são considerados externos se eles: *"(a) are not, and have not been in the previous 2 years, an employee of the responsible entity or a related body corporate; and (b) are not, and have not been in the previous 2 years, a senior manager of a related body corporate; and (c) are not, and have not been in the previous 2 years, substantially involved in business dealings, or in a professional capacity, with the responsible entity or a related body corporate; and (d) are not a member of a partnership that is, or has been in the previous 2 years, substantially involved in business dealings, or in a professional capacity, with the responsible entity or a related body corporate; and (e) do not have a material interest in the responsible entity or a related body corporate; and (f) are not a relative of a person who has a material interest in the responsible entity or a related body corporate*". Cf. Seção 601JA (2) da *Corporations Act*.

[300] Cf. Seção 601JC da *Corporations Act*: *"601JC Functions of compliance committee. (1) The functions of a scheme's compliance committee are: (a) to monitor to what extent the responsible entity complies with the scheme's compliance plan and to report on its findings to the responsible entity; and (b) to report to the responsible entity: (i) any breach of this Act involving the scheme; or (ii) any breach of the provisions included in the scheme's constitution in accordance with section 601GA; of which the committee becomes aware or that it suspects; and (c) to report to ASIC if the committee is of the view that the responsible entity has not taken, or does not propose to take, appropriate action to deal with a matter reported under paragraph (b); and (d) to assess at regular intervals whether the compliance plan is adequate, to report to the responsible entity on the assessment and to make recommendations to the responsible entity about any changes that it considers should be made to the plan. (2) In carrying out its functions, the compliance committee may commission independent legal, accounting or other professional advice or assistance, at the reasonable expense of the responsible entity*."

Administração. Ainda assim, a responsabilidade final por assegurar que aquela entidade cumpre com as normas previstas na legislação e com as regras contidas nos documentos do fundo cabe ao Conselho de Administração da *Responsible Entity*. Por esse motivo, o departamento de *compliance* da entidade deve ter uma linha direta de reporte ao Conselho.

Assim, é possível observar que diversos princípios de governança elaborados pela IOSCO estão incorporados na regulação australiana dos veículos de investimento coletivo. Assim sendo, o auditor do plano de conformidade e a maioria dos Comitê de *Compliance* devem ser independentes; eles têm assegurado o acesso a informações; o Comitê têm direito a contratar assistência técnica quando entender necessário; a substituição do auditor está submetida a um processo rígido e transparente; e, por fim, tanto o auditor quanto o Comitê são obrigados a reportar irregularidades ao regulador local.

Neste ponto, é possível indagar se esse regime jurídico de fato está em linha com as orientações a respeito das Entidades Independentes de Supervisão. Dito de outro modo, a estrutura de governança dos veículos de investimento coletivo australianos verdadeiramente prevê a existência de *gatekeepers?* Embora a própria IOSCO pareça ter entendido que sim, a resposta de Pamela Hanrahan e Ian Ramsay, em tom distinto, é "*not really*". Para os mencionados professores, a auditoria anual não permite um monitoramento contínuo do cumprimento do plano de conformidade e o Comitê de Compliance, além de ser exigido somente em determinadas circunstâncias, tem seus membros indicados e remunerados pela própria *Responsible Entity*, o que, para os autores, põe sob suspeita se eles de fato conseguem prover um monitoramento a partir de um olhar externo como recomendado pela IOSCO. [301]

Por isso, segundo eles, há dúvidas quanto à perenidade desse particular modelo de governança, em especial considerando o movimento de internacionalização experimentado pela indústria de fundos de investimento da Austrália a partir da implementação do *Asia Region Funds Passport*, que, inspirado nos UCITS, instituiu um regime de passaporte por meio do qual

---

[301] "*So, is there an "Independent Entity" in the Australian structure that is responsible for monitoring the activities of the responsible entity, in the sense envisaged by IOSCO? The fund itself does not have its own board. There is no independent trustee or other fiduciary with an oversight function.*
The answer, probably, is "not really". As the regulator ASIC certainly has a role to play, although as we will see it is not a supervisor in the true sense. There is a level of independent oversight of the scheme's compliance arrangements by an independent auditor and, in some cases, a compliance committee. But the following discussion indicates that, as oversight mechanisms, they have significant limitations. Neither ASIC oversight nor audit of the compliance plan provide real-time monitoring of fund transactions. A compliance committee is not required at all if the board of the responsible entity (that is, the fund's operator, not the fund itself which does not have its own board) has a majority of external directors. Where it is required, it is appointed, resourced and remunerated by the responsible entity. It is difficult to judge whether these committees have provided the 'outside perspective' recommended by IOSCO. Arguably the emphasis placed on formal internal processes for compliance has been more successful in creating an industry rather than a culture of compliance." Cf. HANRAHAN e RAMSAY. Op. Cit., pp. 24-25.

fundos que cumpram com determinados requisitos podem ser distribuídos concomitantemente entre Austrália, Japão, Nova Zelândia, Coréia do Sul e Tailândia.

A maior exposição a mercados internacionais, nessa perspectiva, tenderia a trazer pressões para que fosse desenvolvido um regime mais ortodoxo, mais competitivo sob o ponto de vista dos custos e mais facilmente reconhecível por parte de investidores e reguladores estrangeiros.

E foi justamente isso o que ocorreu. Ante ao citado movimento de internacionalização, o Tesouro australiano propôs, em 2016 (ou seja, no ano seguinte à publicação do artigo escrito por Pamela Hanrahan e Ian Ramsay), a introdução de um novo modelo para os fundos de investimento naquele país, denominado *Corporate Collective Investment Vehicle* ("CCIV"), que existiria concomitantemente ao regime tradicional acima explicado. O objetivo fundamental por trás da proposição do CCIV é permitir que os fundos australianos sejam constituídos e operados de maneira mais semelhante aos seus pares internacionais.

Largamente inspirados nos requisitos aplicáveis aos fundos caracterizados como UCITS, a sugestão ora em debate é que os CCIV: (i) sejam fundos constituídos como sociedades anônimas; (ii) sejam operados por uma companhia aberta que tenha um registro para o exercício dessa atividade; e (iii) possuam um *Depositary* se distribuídos aos investidores de varejo, competindo a esse prestador de serviços não apenas a custódia dos ativos do fundo, e a supervisão da operação do CCIV. Ainda assim, de acordo com a minuta de ato legislativo, as regras sobre plano de conformidade, auditoria anual e Comitê de Compliance continuariam aplicáveis. A proposição legislativa, no entanto, ainda continua sob discussão.[302]

2.6.4 Modelo brasileiro

No Brasil há atualmente três conjuntos normativos, de naturezas e níveis hierárquicos distintos, que regulamentam a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento.[303] No primeiro deles está o Código Civil, que agora conta com quatro artigos versando sobre os fundos de investimento (Arts. 1.368-C a 1.368-E), os quais foram incluídos pela chamada Lei

[302] Para mais explicações sobre a proposição legislativa a respeito dos CCIV, v. informações contidas em <https://consult.treasury.gov.au/financial-system-division/c2019-t354340/>. Acesso em: 5.4.2021.

[303] Diferentemente de outros regimes jurídicos anteriormente mencionados, o sistema brasileiro ainda não concebe os chamados "fundos privados". A respeito, pede-se licença para citar: ANDRADE, Rafael. *Legalidade e efeitos do registro na CVM de fundos de investimento não destinados à distribuição pública*. In: Gustavo Borba; Rodrigo Borba; José Gabriel Almeida. (Org.). *Comissão de Valores Mobiliários: Precedentes Comentados*. 1ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, v. 1, pp. 553-569.

da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874, de 2019).[304] Esse diploma foi editado sob o pretexto de aproximar o regime jurídico brasileiro dos seus pares internacionais.[305]

Grande parte dos dispositivos introduzidos no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica ainda está pendente de regulamentação pela CVM e, por isso, descrevê-los em detalhes neste momento é uma tarefa menos relevante. No entanto, é preciso dizer que nos termos de seu art. 1.368-C, o Código Civil ora define que o "fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza".

Essa disposição é complementada pelo § 1º desse mesmo artigo, segundo o qual não se aplicam aos fundos de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A do Código Civil, que tratam dos condomínios em geral. o atual § 2º do art. 1.368-C do Código Civil conferiu à CVM o poder de disciplinar o disposto no *caput* desse dispositivo, que, como aludido, trata da natureza jurídica dos fundos de investimento.[306] Essas regras buscam afastar a eventual aplicação subsidiária a esses veículos das regras relacionadas aos condomínios em geral – o que é uma reação ao fato de que, como exposto na Seção 3.2, historicamente os fundos foram aqui constituídos na forma jurídica desses condomínios.

Indo adiante, vale ressaltar que, em 1.12.2020, a autarquia colocou em discussão, por meio da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, uma minuta de regulamentação que pretende alterar a estrutura jurídica dos fundos nela registrados, mas que ainda está pendente de finalização. Desse modo, os parágrafos abaixo descrevem o regime dos fundos ora em vigor – a Seção 4.7, contudo, dedica-se a descrever as alterações ora propostas pela CVM.

---

[304] Os FII também contam com uma lei própria, a Lei nº 8.668, de 1993. Recentemente, referido diploma foi alterado pela Lei nº 14.130, de 29.5.2021, que incorporou àquele regime os chamados Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro).

[305] A Lei da Liberdade Econômica é resultado da conversão da Medida Provisória nº 881, de 2019, cuja exposição de motivos assim explicava: "*18.* Atenta às necessidades de facilitar a canalização de recursos poupados para a economia real, a proposta assegura a legalidade de responsabilidade limitada para fundos de investimento, o que deverá aumentar a segurança da modalidade por meio dessas estruturas. Contribui-se, assim, para um ambiente mais competitivo e atrativo que beneficiará inclusive os grandes programas de desestatizações, outro assunto emergencial que justifica a existência desta Medida. Espera se que, ao equacionarmos nosso ambiente com o resto do mundo desenvolvido, abrindo a possiblidade desse tipo de fundo, conforme futura regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, consigamos um aumento de investimentos em geral. Importante consequência desse aumento é a tendência de uma valorização maior dos ativos a serem desestatizados, o que ocasionará, ao fim e ao cabo, que mais recursos estejam disponíveis à Administração para a realização de políticas públicas de saúde e educação, por exemplo". Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf>. Acesso em: 24.4.2021.

[306] Com isso, segundo Daniel Vio, concedeu-se "uma delegação ampla de poderes à autarquia, para regulamentar, de forma transversal, todos os aspectos relativos à constituição e ao funcionamento dos fundos de investimento", cf. VIO, Daniel. "Fundos de Investimento: Comentário Geral". In: CUNHA FILHO, Alexandre Jorge Carneiro; PICCELLI, Roberto Ricomini; MACIEL, Renata Mota (Coord.). *Lei da Liberdade Econômica Anotada* – Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 306.

O segundo conjunto normativo que versa sobre os fundos de investimento é composto pelas normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários.[307] As principais regras nesse sentido são: (i) a Instrução CVM nº 555, de 2014; e (ii) a Resolução CVM nº 21, de 2021, que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015, embora sem alteração em seu conteúdo. Ambas, em alguma medida, versam sobre diferentes aspectos desses veículos, incluindo o fundo enquanto produto, bem como a sua gestão, administração e distribuição.

Por sua vez, o terceiro conjunto é compreendido pelas normas autorregulatórias editadas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, entidade que autorregula o setor de fundos brasileiro – o principal deles é o "Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recurso Terceiros*"* (Código ANBIMA),[308] o qual é complementado pelo documento denominado "Regras e Procedimentos ANBIMA do Código de Administração de Recursos de Terceiros" (Regras e Procedimentos ANBIMA).

De acordo com a regulamentação vigente, todas as responsabilidades pela realização das distintas atividades relacionadas ao funcionamento de um fundo de investimento são formalmente atribuídas a um único ator: o administrador do fundo. Podem assumir a posição de administradores as pessoas jurídicas autorizadas para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 1976, regulamentado pela referida Instrução CVM nº 558, de 2015.[309]

É importante mencionar que essa última norma segrega o gênero administrador de carteira em duas espécies, exigindo requisitos operacionais e humanos distintos para concessão de seu registro perante a CVM: (i) os gestores de recursos, cujo registro lhe permite tomar decisões de investimento em favor de carteiras individuais ou coletivas de investimento, como são os fundos de investimento; e (ii) os administradores fiduciários, definidos por exclusão, assim, o registro nessa categoria habilita o exercício de todas as atividades legalmente atribuídas aos administradores de carteira, exceto a gestão de recursos.[310]

Sem prejuízo dessa separação, o registro concomitante de administrador fiduciário e gestor de recursos (conhecido como "administrador pleno") também foi permitido. Isso significa que podem ocupar a posição jurídica de administrador do fundo tanto administradores

---

[307] Os FIDC também são regidos pela Resolução CMN nº 2.907, de 2001.

[308] Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm>. Acesso em: 7 de fevereiro de 2021.

[309] Referida norma foi substituída, sem alteração substancial de conteúdo, pela Resolução CVM nº 21, de 2021, em vigor desde 1.7.2021.

[310] Cf. Art. 1º, §1º, da Instrução CVM nº 558, de 2015. Atualmente, tal previsão está consubstanciada, com o mesmo texto, no art. 1º, §1º, da Resolução CVM nº 21, de 2021, que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015 e está em vigor desde 1.7.2021.

fiduciários quanto administradores plenos. Mas, em larga medida, atualmente figuram na posição jurídica de administrador do fundo instituições registradas na primeira categoria.

Na governança do modelo brasileiro, o administrador é, para fins normativos, o operador do veículo. As normas definem que a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.[311]

Assim sendo, sob o ponto de vista formal, o administrador do fundo de investimento é o ator responsável pelo exercício das seguintes atividades, algumas delas essenciais à qualquer veículo e outras, facultativas: (i) gestão da carteira; (ii) consultoria de investimentos; (iii) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros; (iv) distribuição de cotas; (v) escrituração da emissão e resgate de cotas; (vi) custódia de ativos financeiros; (vi) classificação de risco; e (vii) formação de mercado.[312] Apenas a atividade de auditoria independente não é listada dentre as atividades originárias do administrador.

O protagonismo do administrador na estrutura jurídica de um fundo de investimento vai além. Segundo o arcabouço jurídico em vigor, um fundo é constituído pela deliberação unilateral do administrador, a quem compete, no mesmo ato, aprovar o regulamento do veículo, documento que define suas principais características.[313] Sob o ponto de vista regulatório, o administrador é o único ator responsável pela criação do veículo e pela elaboração de seu regulamento, o que engloba a definição de inúmeros aspectos essenciais como o público-alvo do veículo e sua política de investimento.

Essas premissas, historicamente presentes nas normas da CVM, estão atualmente refletidas, em termos praticamente idênticos, na Instrução CVM nº 555, de 2014. Esse diploma rege os fundos tipicamente voltados à captação coletiva de recursos junto a investidores de varejo, quais sejam, os Fundos de Investimento Multimercado (FIM), os Fundos de Investimento em Ações (FIA), os Fundos Cambiais e os Fundos de Renda Fixa (em conjunto com os FIM, FIA e Fundos Cambiais, "Fundos 555"); referida norma também estabelece o arcabouço geral na medida em que se faz a todo e qualquer veículo registrado na CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a esses veículos.[314]

---

[311] Cf. Art. 78 da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[312] Cf. Art. 78, §2º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[313] Cf. Art. 6º da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[314] Cf. Art. 1º da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Tais instruções específicas que normatizam determinados tipos de fundos voltados à estruturação de captações de natureza mais complexa espelham essas mesmas premissas.[315] As mais relevantes dessas normas são: (i) a Instrução CVM nº 356, de 2001, que versa sobre os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), instrumento utilizado para a securitização de recebíveis; (ii) a Instrução CVM nº 472, de 2008, que trata dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), voltado para investimentos no setor imobiliário; e (iii) a Instrução CVM nº 578, de 2016, que regulamenta os Fundos de Investimento em Participação (FIP e, em conjunto com FIDC e FII, "Fundos Estruturados"), cujo uso mais notório é a captação de investimentos nas modalidades de *private equity* e *venture capital*.

Sem prejuízo do protagonismo que lhe é dirigido, a regulamentação editada pela CVM faculta ao administrador, em nome do fundo, contratar terceiros devidamente habilitados e autorizados perante os reguladores competentes para exercer algumas de suas atribuições, inclusive a gestão da carteira e a custódia.[316] A bem da verdade, só há uma faculdade de contratar terceiros quando o administrador é legitimado a prestar todas as atividades mencionadas anteriormente. Quando isso não ocorre, o administrador do fundo de investimento é obrigado pelo regramento a contratar com terceiros, além da auditoria independente, também a prestação de serviços relacionados à: (i) atividade de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros; (ii) distribuição de cotas; (iii) escrituração da emissão e resgate de cotas; e (iv) classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito.[317]

O terceiro que assume a responsabilidade pela gestão da carteira do fundo tem o poder de: (i) negociar ativos em nome do fundo; (ii) contratar, em nome do fundo, os intermediários para realizar as operações; (iii) firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos e dos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo, nessa finalidade, para todos os fins de direito; e (iv) exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as ações necessárias para tal exercício.[318] O gestor é obrigado a encaminhar ao administrador uma cópia de cada documento que firmar em nome do fundo, além de informações adicionais que sejam necessárias para que o administrador cumpra com suas obrigações.[319]

---

[315] Recentemente, foi editada a Resolução CVM nº 39, de 13.7.2021 e com vigência a partir de 1.8.2021, que institui um regime provisório para os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro), criados pela Lei nº 14.130, de 10.6.2021, que alterou a Lei nº 8.668, de 1993, que instituiu os FII.
[316] A competência para a contratação de intermediários em nome do fundo é do gestor, cf. Art. 78, §3º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[317] Cf. Art. 79 da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[318] Cf. Art. 78, §3º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[319] Cf. Art. 79, §3º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Nos termos da norma, o contratado para realizar a gestão do fundo deve ser registrado perante a CVM como administrador de carteira, seja na categoria de gestor de recursos, seja como administrador pleno; é mais comum, entretanto, que esses terceiros somente sejam registrados na CVM na primeira dessas categorias. Ao seu turno, o custodiante precisa ser uma instituição registrada nos termos da Instrução CVM nº 542, de 2013.

O administrador, enquanto representante do fundo, é responsável por avaliar, mediante prévia e criteriosa análise, o terceiro que será contratado em nome do fundo.[320] O texto da regulamentação não traz orientações sobre o que precisa ser avaliado nesse momento, com exceção de um aspecto no caso de o terceiro em questão ser um gestor – nessa hipótese, cabe ao administrador verificar, previamente à contratação, se o gestor possui processos que permitam o rateio equitativo no caso deste se utilizar da faculdade de grupamento de ordens.[321]

Essa análise em geral é feita por meio de procedimentos de *due diligence* com base em questionários padrão preparados pelo autorregulador.[322] O Código ANBIMA também possui orientações sobre o tema em questão. As entidades vinculadas ao autorregulador devem implementar e manter regras e procedimentos para seleção, contratação e supervisão de terceiros contratados em nome do fundo de investimento, as quais devem trazer procedimentos pré e pós-contratação. Em suma, compete ao administrador avaliar a estrutura operacional do terceiro, bem como suas competências técnicas e humanas, com vistas a assegurar que ele possui capacidade para desempenhar as atividades que lhes serão atribuídas.[323]

O administrador precisa figurar como interveniente-anuente no contrato a ser celebrado pelo fundo, de um lado, e pelo terceiro, de outro.[324] Esse contrato está sujeito a um conteúdo mínimo no caso da contratação do gestor ou do custodiante. [325] Para o primeiro, esse documento deve prever os mecanismos de troca de informação entre o administrador e o gestor para assegurar o efetivo gerenciamento do risco de liquidez do fundo de investimento.[326] Em relação ao segundo, o contrato deve trazer uma cláusula que: (i) estipule que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seu representantes legais ou mandatários, devidamente

---

[320] Cf. Art. 79, §1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[321] Cf. Art. 82, §1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[322] Os questionários de *due diligence* para a contratação, em nome do fundo, pelo administrador, dos terceiros que ficarão responsáveis pela gestão, distribuição de cotas, serviços qualificados e corretores, consultor imobiliário e consultor de crédito, estão disponíveis em <https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm>. Acesso em: 7.2.2021.
[323] Cf. Art. 18 e 21 do Código ANBIMA.
[324] Cf. Art. 79, §1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[325] A autorregulação também determina um conteúdo mínimo para os contratos celebrados com todos os prestadores de serviços, cf. Art. 19 do Código ANBIMA.
[326] Cf. Art. 23, §4º, da Instrução CVM nº 558, de 2015.

autorizados, podem ser acatadas pelo custodiante; e (ii) vede ao custodiante a execução de ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo. [327]

Para algumas atividades, é ainda mandatório que o referido contrato contenha cláusula de responsabilidade solidária entre o administrador e esse terceiro por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM. Essa é uma exigência regulatória hoje aplicável aos terceiros contratados para a prestação das atividades de: (i) gestão da carteira do fundo; (ii) tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros; e (iii) escrituração da emissão e resgate de cotas. [328] Portanto, somente existe esse requisito de solidariedade para parte das atividades que em princípio caberiam originalmente ao administrador.

Neste ponto, é valido salientar que não é a CVM que cria a solidariedade entre o administrador do fundo e determinados prestadores de serviço por ele contratados em nome do fundo, uma vez que, no direito pátrio, a solidariedade não se presume – ela depende da lei ou da vontade das partes. [329] Portanto, o que a CVM faz, para contornar essa limitação, é impor como condicionante à contratação a introdução da cláusula de responsabilidade solidária no contrato celebrado entre o terceiro e o fundo de investimento, este representado pelo administrador e o terceiro no momento da avença. Sem isso, tal contratação é considerada irregular. Assim sendo, a solidariedade advém, na realidade, desse pacto. [330]

De acordo com o regramento, a substituição do administrador, do gestor ou do custodiante é uma deliberação de competência privativa da assembleia geral de cotistas.[331] Isso significa que, embora o regime jurídico preveja que a gestão e a custódia são atividades inerentes às responsabilidades do administrador do fundo, ele não tem a faculdade de, unilateralmente, modificar os terceiros prestadores desses serviços, tampouco sendo-lhe arrogado o direito de retomar essas atividades se assim desejar. Para além disso, essas atividades também precisam ser segregadas umas das outras, o que é verdadeiro para praticamente todas

---

[327] Sem prejuízo das demais cláusulas mínimas estabelecidas em outras normas, cf. Art. 81 da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[328] Cf. Art. 78, §2º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[329] Cf. Art. 266 do Código Civil.
[330] Vale transcrever trecho do voto proferido pelo diretor Marcelo Trindade: "*49. 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*." Cf. PAS CVM nº RJ2005/9245, relator presidente Marcelo Trindade, j. em 16.1.2007.
[331] Cf. Art. 66, II, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

as atividades que formalmente são atribuídas ao administrador, com exceção da tesouraria, de controle e processamento de ativos, distribuição de cotas e escrituração.

Além dessas regras gerais, a Instrução CVM nº 555, de 2014, também estabelece para o administrador obrigações específicas quanto aos fundos que aplicam recursos em cotas de outros fundos de investimento. Nessa hipótese, o administrador deve se assegurar que os limites previstos na política de investimento não sejam excedidos quando da consolidação das aplicações do fundo investidor com as dos fundos investidos[332], caso tal consolidação seja necessária. Nos termos do art. 122, §§1º e 2º, da Instrução CVM nº 555, de 2014, não há obrigatoriedade de o fundo investidor consolidar as aplicações realizadas em: (i) fundos geridos por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor; e (ii) fundos de índice negociados em mercados organizados. No entanto, para se valer dessa dispensa, o regulamento do fundo investidor deve possuir previsão de que seus recursos não podem ser investidos em fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais.

Para além da diligência prévia à contratação de terceiros em nome do fundo, o regime jurídico aplicável aos fundos de investimento brasileiros impõe diversas obrigações de natureza fiscalizatória ao administrador após esse ato. Em alguns casos, essas obrigações focam em *o que* precisa ser objeto de supervisão; em outros, a regra aponta diretamente *quem* é o agente supervisionado. E, em linhas gerais, não há orientações mais precisas, no texto da regulamentação, sobre *como* tais tarefas devem ser executadas.

Quando há um gestor, compete-lhe avaliar, antes de realizar operações para a carteira do fundo, se elas se enquadram na política de investimento do veículo; e ao administrador do fundo, por sua vez, cabe acompanhar o enquadramento da carteira à política de investimento tão logo as operações sejam realizadas, devendo ainda diligenciar pelo reenquadramento, no melhor interesse dos cotistas, quando tais limites não forem observados.[333]

Sem prejuízo da responsabilidade do gestor, caso verifique a ocorrência de desenquadramento, o administrador deve informá-lo, e à CVM, dessa situação.[334] Além disso, nos casos de desenquadramento passivo, o administrador possui o dever de comunicar sua ocorrência à CVM (junto com as justificativas devidas); o administrador também deve informar à CVM do reenquadramento da carteira quando isso acontecer.[335]

---

[332] Cf. Art. 104, §3º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[333] Cf. Art. 104, §2º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[334] Cf. Art. 104, §4º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[335] Cf. Art. 105, §1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

O Código ANBIMA traz algumas regras adicionais àquelas contidas nas normas da CVM.[336] Assim, segundo a autorregulação, o gestor, ao ser notificado, deve informar detalhadamente ao administrador o motivo que ensejou o desenquadramento, bem como delinear o plano de ação com o prazo para reenquadramento, competindo ao administrador, nesse caso, diligenciar junto ao gestor, no limite de suas atribuições, para que isso seja efetivamente realizado. Ademais, nos termos do Código ANBIMA, o administrador deve avaliar se o desenquadramento pode afetar a condição tributária dos investidores ou se é fator determinante em sua decisão de investimento ou desinvestimento; sendo esse o caso, o administrador deve dar transparência aos investidores e demais prestadores de serviço, inclusive, se for o caso, por meio da divulgação de fato relevante.

As normas igualmente exigem que o administrador e o gestor adotem as políticas, procedimentos e controles internos necessários para garantir que, durante o período de funcionamento do fundo, a liquidez de sua carteira seja compatível com suas obrigações.[337] O administrador deve executar testes de estresse periódicos para aferir a liquidez do fundo.[338] Nos exatos termos da regra emitida pela CVM, o gerenciamento do risco de liquidez do fundo é uma atribuição conjunta do administrador, de um lado, e do gestor, de outro.[339-340]

O administrador também deve fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados em nome do fundo para verificar se: (i) o gestor de recursos adota política de gerenciamento de riscos consistente e passível de verificação, bem como política de gerenciamento de riscos compatível com a política de investimentos que pretende perseguir; e (ii) o custodiante possui sistemas de liquidação, validação, controle, conciliação e monitoramento de informações que assegurem um tratamento adequado, consistente e seguro para os ativos nele custodiados.[341]

De maneira distinta, passando agora a enfocar na figura do terceiro, a regulamentação determina ainda que o administrador também deve fiscalizar se: (i) o prestador de serviço

---

[336] Cf. Arts. 27 a 30 do Código ANBIMA.
[337] Cf. Art. 91 da Instrução CVM nº 555, de 2014; e art. 23, II, da Instrução CVM nº 558, de 2015.
[338] Cf. Art. 91, §2º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[339] Cumpre registrar que a doutrina tem indicado que a atuação do administrador nesse caso é essencialmente de natureza fiscalizatória; tratar-se-ia, na verdade, de uma tarefa que exige ação coordenada e na qual o administrador atua precipuamente no campo da supervisão do trabalho executado pelo gestor. Nesse sentido, v. COPOLA, Marina. "Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco". In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Coord.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, pp. 357 e ss.
[340] Recente iniciativa da ANBIMA também sugere que o gerenciamento do risco de liquidez é uma tarefa que cabe primariamente ao gestor, restando ao administrador a sua fiscalização. Cf. Regras e Procedimentos de Risco de Liquidez para os Fundos 555. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/B1/32/D9/77/C6DE97107D1D9D976B2BA2A8/6.%20Regras_procedimentos_Risco%20de%20Liquidez.pdf>. Acesso em: 13.7.2021.
[341] Cf. Art. 29, III, IV e V, da Instrução CVM nº 558, de 2015.

contratado em nome do fundo possui recursos humanos, computacionais e estrutura adequados e suficientes para prestar os serviços contratados; e (ii) se os limites e condições estabelecidos na regulação e no regulamento do fundo são cumpridos pelos prestadores de serviços.[342]

Por fim, o regime jurídico vigente prevê um dever de fiscalização genérico do administrador. Nas palavras da regulamentação, dentre as obrigações do administrador está o dever de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.[343] Em termos semelhantes, essa obrigação está também espelhada nas normas especificamente aplicáveis aos FII[344] e aos FIP.[345] Para os FIDC, especifica-se que o administrador do fundo deve possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, que lhe permitam diligenciar o cumprimento, pelo prestador de serviço contratado, de suas obrigações.[346]

A autorregulação traz orientações quanto a esse assunto. Em suma, de acordo com o Código ANBIMA, as instituições conveniadas à associação devem supervisionar os terceiros por elas contratados em nome dos fundos com base em uma abordagem baseada em risco. Para tanto, deve ser elaborada uma metodologia prevendo: (i) a classificação dos terceiros em alto, médio ou baixo grau de risco, indicando os critérios utilizados para esta classificação; (ii) a descrição de como será realizada a supervisão para cada segmento, bem como sua periodicidade, que não pode ser superior a 36 meses; e (iii) a previsão de reavaliação tempestiva dos terceiros contratados, na ocorrência de qualquer fato novo, ou alteração significativa que, a critério da instituição contratante, justifique tal reavaliação.[347] Apesar dessa orientação, não existem prescrições mais concretas no Código ANBIMA a respeito da fiscalização.

Finalmente, cumpre registrar que todos os administradores de carteira, o que inclui as instituições legitimadas a figurar na posição jurídica de administradores de fundos de investimento, têm um dever de reporte à CVM sempre que verifiquem, no exercício das suas atribuições, a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar.[348]

---

[342] Cf. Art. 29, I e II, da Instrução CVM nº 558, de 2015

[343] Cf. Art. 90, X, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

[344] Cf. Instrução CVM nº 472, de 2008: "Art. 32. O administrador do fundo deve: (.) XII – controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados por terceiros contratados e o andamento dos empreendimentos imobiliários sob sua responsabilidade".

[345] Cf. Instrução CVM nº 578, de 2016: "Art. 39. Incluem-se entre as obrigações do administrador, sem prejuízo das obrigações do gestor: (.) XI – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo;".

[346] Cf. Art. 39. §4º, da Instrução CVM nº 356, de 2001.

[347] Cf. Art. 23 do Código ANBIMA.

[348] Cf. Art. 16, VIII, da Instrução CVM nº 558, de 2015.

2.7 Breves notas sobre os modelos regulatórios em perspectiva comparada

Os regimes jurídicos europeu, norte-americano e australiano, cada um à sua maneira, internalizaram muitos dos princípios emitidos pela IOSCO a respeito das Entidades Independentes de Supervisão. É possível identificar nesses regimes quem assume, na governança do veículo, as funções-chave de operação, de custódia e de supervisão do fundo.

Em especial, é interessante notar que neles existe, de forma bastante evidente, uma dupla origem para as obrigações de vigilância atribuídas aos atores envolvidos na estrutura do fundo. Essa diferenciação pode ser visualizada sobretudo no regime europeu, no qual há uma divisão muito clara nesse domínio. Ao passo em que se comina ao operador do fundo uma obrigação mais genérica de vigiar os seus delegatários, o *Depositary*, por sua vez, é alçado à posição de Entidade Independente de Supervisão primária e, nessa qualidade, lhe compete verificar a conformidade de determinadas operações do fundo. Em ambos os casos, o quadro normativo fala de uma fiscalização, porém sua origem não se confunde.

No regime norte-americano, o *Investment Adviser* assume obrigações de monitoramento caso delegue a terceiros, os *subadvisers*, a responsabilidade pela gestão de parte ou de toda a carteira do fundo de investimento, ao passo em que ao Conselho de Administração – e, em especial, os seus membros independentes – é dado um papel de destaque na governança do fundo, notadamente no que diz respeito à supervisão do *Investment Adviser* (e eventuais *subadvisers*).

Por sua vez, no regime australiano, a regulação instituiu uma estrutura de governança peculiar. Esse sistema coloca todas as responsabilidades pelo funcionamento dos veículos de investimento coletivo sobre apenas um prestador de serviços e institui medidas para que este operador, a *Responsible Entity*, observe suas obrigações legais e contratuais. O auditor do plano de *compliance* e o Comitê de Compliance, enquanto *gatekeepers*, são ferramentas que têm por objetivo garantir essa observância. De todo modo, também nesse regime é possível diferenciar o monitoramento que advém da delegação de atividades por parte da *Responsible Entity* daquelas obrigações de vigilância das citadas Entidades Independentes de Supervisão.

A estrutura regulatória do atual modelo de governança dos fundos brasileiros, formalmente, parece se assemelhar mais ao sistema tradicional australiano. Afinal, no Brasil, se considera que todas as funções necessárias à operação do fundo, com exceção da auditoria, são parte das responsabilidades ordinárias de um único ator, no caso, o administrador. Ocorre que, diferente do que se observa naquele regime, no ordenamento brasileiro o administrador é legitimado a contratar terceiros em nome do fundo para exercer algumas dessas atividades,

inclusive a gestão. Portanto, ao menos textualmente, não há previsão de que uma relação de delegação se estabeleça entre o administrador e os terceiros que ele, enquanto representante do fundo, contrata para a prestação de serviços ao veículo. E não é em todos os casos que o administrador continua respondendo por atos ou omissões desses terceiros.

Finalmente, é curioso ainda notar que, no caso brasileiro, inexiste uma separação evidente entre: (i) os deveres de fiscalização que advém da delegação de atividades, assim entendida a subcontratação feita por conta do próprio prestador de serviços; e (ii) o monitoramento que decorre de uma função de *gatekeeping*. Ao revés, no sistema em vigor são atribuídos ao administrador desde deveres de vigilância mais restritos até obrigações mais amplas. Embora não haja dúvidas de que o administrador possui o dever de fiscalizar o gestor, não fica claro qual é o seu fundamento (se delegação ou *gatekeeping*). Ou seja, há dúvidas sobre como – e se – esse regime implementa o arranjo *investidor-gestor-supervisor.*

Em resumo, o vigente modelo regulatório brasileiro – ao menos a partir de sua descrição normativa – não se enquadra com perfeição a nenhum dos regimes acima mencionados. Na verdade, o sistema pátrio parece embutir uma mistura de sistemas, o que, não por acaso, levou as entidades que até o momento estudaram os fundos de investimento em perspectiva comparada a classificar a governança dos veículos brasileiros em segmentos distintos. Para uns, o Brasil estaria mais perto do regime europeu; [349] para outros, do regime australiano.[350]

Muito embora essa constatação não implique por si só em nenhum juízo negativo – porque, como se viu, inexiste um único modelo que seja considerado o ideal –, ela traz alguns questionamentos. O que levou a essa conformação? E, talvez mais importante: qual é a natureza da posição assumida pelo administrador no regime brasileiro? Respostas a essas e perguntas são buscadas por meio dos Capítulos III e IV desse trabalho.

---

[349] Na classificação feita na IOSCO, os fundos de investimento brasileiros foram tratados em conjunto com os veículos de investimento coletivos estruturados de natureza contratual e que possuem um *Depositary*. Cf. IOSCO. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Part I (Final Report)*, pp. 25-33.

[350] Em relatório do Banco Mundial, destacou-se o seguinte: "[t]*he Brazilian condominium, a form of joint ownership deriving from Roman law, is very similar to a contractual fund. A licensed entity, known as the "administrator," creates the fund through a constitution. The administrator is responsible for both operating and supervising the fund. This is similar to the Australian "responsible entity", which combines the roles of operator and trustee within a single entity. In the Brazilian model the administrator may appoint an investment management firm (to which it may or may not be affiliated) to manage the assets of the fund. The administrator will also appoint a depositary, which has both safekeeping and supervisory duties. The Brazilian administrator-based structure offers considerable flexibility and encourages sector development, because the administrators can create and operate mutual funds for independent investment managers that meet fit and proper and regulatory requirements".* Cf. BANCO MUNDIAL. Op. Cit., p. 33.

2.8 Conclusão do capítulo

Diversas estratégias jurídicas são empregadas para lidar com os problemas decorrentes do fenômeno da dissociação entre os gestores e fundos. Algumas delas envolvem a imputação de deveres fiduciários, a obrigação do estabelecimento de regras, políticas e procedimentos, bem como a prestação compulsória de informações. De maneira mais ou menos uniforme, todas essas técnicas podem ser observadas na regulação dos fundos de investimento.

Entretanto, por conta de assimetrias informacionais e de poder, bem como considerando o problema de ação coletiva que se coloca entre os investidores dos fundos de investimento, regimes jurídicos de diferentes jurisdições apostam sobretudo no modelo de governança desses veículos como estratégia para lidar com aqueles problemas. Nesse contexto, o mais relevante princípio de governança é o de que a estrutura dos fundos de investimento preveja um *gatekeeper* que, de maneira independente, fiscalize determinadas operações desse veículo.

A estrutura tripartite investidor-gestor-supervisor é um pilar global da regulação dos fundos e foi alçada ao princípio máximo de governança pela IOSCO. Mas, diante da natureza fiscalizatória dos *gatekeepers*, os princípios emitidos pelos *standard setters* internacionais orientam no sentido de que as funções esperadas desses guardiões devem ser bem delimitadas. Essa também é uma necessidade que se extrai da literatura. Nesse sentido, o estudo comparado de três regimes regulatórios estrangeiros (o europeu, o norte-americano e o australiano) revela que há um esforço para demarcar, com a maior precisão possível, o que se espera dos agentes que funcionam como os *gatekeepers* nesses diferentes regimes. E há uma evidente separação entre deveres decorrentes dessa posição daqueles advindos de um regime de delegação.

No Brasil essa diferenciação não fica clara. O ordenamento elege o administrador como o protagonista da estrutura dos fundos de investimento e, com base nessa concepção, coloca sobre ele obrigações de monitoramento que parecem ser de natureza distinta, ora se aproximando daquilo que seria esperado de um *gatekeeper*, ora beirando um papel de delegante, ainda que, na verdade, uma relação de delegação não seja prevista expressamente nas normas.

***

CAPÍTULO III – DE PROTAGONISTA À COPROTAGONISTA: A EVOLUÇÃO DO PAPEL DO ADMINISTRADOR NA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE FUNDOS

3.1 Introdução

Ainda no início da década de 1970, Félix Ruiz Alonso escreveu a seguinte afirmativa: "[n]ão existe, por enquanto, uma história escrita dos [fundos de] investimentos no Brasil. Essa história, quando se escrever, poderá constar de duas partes: a história real e a história das fontes ou da legislação". Referido autor complementou tal assertiva declarando ainda que a "história da legislação é facilmente reconstituível", embora tenha ressalvado, por outro lado, que a "história real dos [fundos de] investimentos no Brasil é mais difícil de ser escrita".[351]

As dificuldades em se saber a história real dos fundos no Brasil continuam presentes atualmente, mais de 50 anos após as palavras escritas por Félix Ruiz Alonso. De fato, apesar dos recentes avanços e esforços, fruto de um relativo aumento na produção acadêmica dedicada ao estudo dos fundos nos últimos anos, ainda não é possível afirmar a existência de um relato completo e preciso dos principais fenômenos e eventos que impactaram como um todo a indústria brasileira.

A história legislativa dos fundos de investimento, por sua vez, pode ser mesmo mais facilmente identificada – embora, a bem da verdade, essa afirmativa precise ser lida com um generoso grão de sal. Isso porque o regime jurídico que norteia a atividade dos fundos é, em sua maior parte, definida não em por leis em sentido estrito, porém por normas infralegais, uma realidade iniciada (e criticada) desde o aparecimento dos fundos de investimento no país e que apenas foi alterada há pouquíssimo tempo, com a proclamada Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874, de 2019), que estabeleceu um regime jurídico geral para os fundos pátrios por meio da alteração do Código Civil.

Diante dessa realidade, para se estudar a história legislativa dos fundos de investimento, é imperioso navegar por uma sucessão de normas infralegais (algumas já revogadas, outras em vigor e outras, ainda, total ou parcialmente superadas), emanadas pelo CMN, pelo Bacen e pela CVM. São essas normas, afinal, que moldaram e ainda moldam as principais características desses veículos no país e, por isso, não há como deixar de destacá-las.

O presente capítulo tem por objetivo contribuir com essa reconstrução histórico-legislativa, porém, com enfoque em um aspecto específico: a descrição das circunstâncias que

[351] Cf. ALONSO, Félix Ruiz. Os Fundos de Investimento: Condomínios Mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito*, São Paulo, v. 66, 1971, p. 231.

levaram à atribuição ao administrador de um papel de protagonismo na estrutura jurídica dos fundos de investimento, pilar que sustenta a estrutura do vigente modelo brasileiro. Em que pese no momento estar em discussão a Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, que propõe – como se detalhará no Capítulo IV – alterar substancialmente esse pilar, entende-se que o mapeamento da evolução regulatória do modelo brasileiro de fundos de investimento é relevante para compreender os diferentes contornos dados, ao longo do tempo, à figura do administrador, principalmente diante de sua especificidade, conforme exposto na Seção 2.6.

Para tanto, é preciso perpassar por dois aspectos fundamentais. O primeiro é o uso do instituto do condomínio como roupagem jurídica para a estruturação dos fundos no Brasil. O papel de centralidade atribuído ao administrador deve ser estudado com a forma jurídica assumida pelos fundos no Direito brasileiro porque ambos estão intrinsicamente relacionados. Com efeito, uma consequência direta da forma jurídica de condomínio que os fundos historicamente assumiram no Brasil é a atribuição de certo protagonismo ao responsável por sua administração.[352] O outro aspecto é a conformação *bancocêntrica* que historicamente assumiu a indústria de fundos de investimento brasileiro. Considerar essa perspectiva é importante tanto para compreender como o arcabouço jurídico evoluiu, para responder ao movimento de especialização de atividades no setor que desaguou na atual conformação estrutural da indústria brasileira.

Não há aqui, portanto, a pretensão de se resgatar e descrever detalhadamente todos os eventos relevantes na história dos fundos de investimento no Brasil, nem mesmo a totalidade das normas legais ou infralegais que lhe foram dirigidas. O que se busca é identificar o que, ao menos de maneira potencial, contribuiu para que o modelo regulatório brasileiro chegasse à sua conformação jurídica atual relativamente ao papel assumido pelo administrador.

3.2 Percurso dos fundos de investimento no Brasil

A discussão quanto à natureza jurídica dos fundos de investimento ocupa inegável lugar de destaque na produção acadêmica jurídica nacional.[353] Esse debate está entre nós desde os

[352] Com isso se quer dizer, como explica Otávio Yazbek, que "os fundos não têm personalidade jurídica e a estrutura condominial não comporta mecanismos muito mais complexos de administração e de tomada de decisões. Por este motivo, ganha importância a figura do seu administrador". Cf. YAZBEK, Otávio. *Prefácio*, in: PAVIA Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p.10.

[353] A respeito, pede-se licença para referir a: ANDRADE, Rafael. Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. *Revista de Direito Bancário*, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, v. 88, 2020, pp. 179-204.

primeiros livros, publicados ainda nas décadas de 1950 e 1960, que trataram dos arranjos jurídicos que podem ser considerados como os primeiros fundos brasileiros, passando por livros mais atuais, artigos mais antigos ou mais novos, dissertações de mestrado e teses de doutorado.[354] Ainda que nem sempre seja a principal, a já "velha discussão"[355] sobre a natureza jurídica dos fundos está quase sempre presente nos estudos sobre esse instituto.

O motivo para tamanha disputa é suficientemente conhecido: as leis,[356] a regulamentação[357] e a jurisprudência[358] historicamente se referiram aos fundos de investimento como sendo uma comunhão de recursos constituída sob a forma jurídica de condomínio. Mas, o fato é que os fundos de investimento, em especial os fundos de investimento abertos, definitivamente jamais se conformaram integralmente ao instituto do condomínio voluntário, tal como classicamente regido pelas leis civilistas. Nem mesmo a CVM discorda disso.[359]

Essa conclusão não é nova. Na verdade, o assunto foi extensamente debatido desde o início do aparecimento dos primeiros fundos de investimento em nosso país. Partindo da

---

[354] Cf. BARRETO FILHO, Oscar. *Regime Jurídico das Sociedades de Investimento ("Investment Trusts")*. São Paulo: Max Limonad, 1956, especialmente pp. 131-162; ASHTON, Peter Walter. *Companhias de Investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963, especialmente pp. 53-63; ASHTON, Peter Walter. *A Natureza Jurídica dos Fundos Abertos de Investimentos*. Porto Alegre: Editora Meridional "EMMA", 1968. FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, especialmente pp. 139-246; PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, especialmente pp. 39-48; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. especialmente pp. 183-192; e MARTINS NETO, Carlos. *A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações*. São Paulo: Almedina, 2017, pp. 35-42; WALD, Arnoldo. Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. *Revista Forense, v. 309, 1990, pp. 9-14*; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito de Interesses Apurado pela Própria Assembleia de Quotistas. Quórum Qualificado para Destituição de Administrador de Fundo. In: *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo, SP: Malheiros Editores, 2009, pp. 185-194.; PINTO, Luís Felipe Carvalho. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002, pp. 85-101; e TERPINS, Nicole Mattar Haddad. *A Natureza Jurídica do Fundo de Investimento Imobiliário*. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, pp. 80-118.; BECKER. Op. Cit., pp. 128-154; DUFLOTH, Rodrigo. *A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, pp. 79-84; e DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento*. São Paulo: Almedina, 2018, pp. 85-95.

[355] Cf. SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. Constrição Judicial sobre Ativos de Fundos de Investimento em Participação. *In*: TEIXEIRA, Tarcisio (Org.). *Direito Empresarial: Estudos em Homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa*, 1ª edição. São Paulo: Instituto dos Advogados de São Paulo-IASP, 2015, pp. 561-596. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Francisco_Satiro, p. 3. Acesso em: 15.2.2021.

[356] Cf. Art. 49, II, e art. 50 da Lei nº 4.728, de 1965.

[357] Cf. Art. 3º da Instrução CVM nº 555, de 2014.

[358] Cf. Processo CVM nº RJ2001/1857*,* Rel. Dir. Norma Parente, j. em 8.5.2001 e 22.5.2001. Em seu voto, o diretor Marcelo Trindade afirmou que "*os princípios que regem as sociedades e os fundos de investimentos são diversos, porque diversas são suas naturezas jurídicas. Enquanto as primeiras adquirem personalidade jurídica, com sua constituição válida, os fundos constituem-se no Brasil, em todas as suas modalidades, sob a forma de comunhão condominial de recursos, sem personalidade jurídica própria (art. 50 da Lei 4.728/65)*".

[359] Cf. Processo CVM nº RJ2005/2345, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 21.2.2006, no qual o relator citou que "*condomínios assim criados* [segundo os ditames do Código Civil de 2012] *não seriam mecanismos viáveis de captação e organização de quantias para investimento conjunto*".

constatação de que não só o Brasil, mas os países de tradição jurídica romano-germânica em geral, não possuem em seus ordenamentos institutos plenamente equiparáveis ao *trust* do *commow law*, bem como que as normas então vigentes criavam obstáculos para o uso da sociedade anônima como veículo de investimento coletivo, Peter Ashton e Oscar Barreto Filho investigaram quais seriam as formas jurídicas mais adequadas para que os fundos de investimento também aqui pudessem se desenvolver em sua plenitude.

Apesar de terem chegado a conclusões distintas, houve um ponto amplamente em comum entre esses autores: o de que o condomínio não um seria instrumento jurídico viável para a estruturação dos fundos de investimento. Nesse sentido, segundo Oscar Barreto Filho, "falta, verdadeiramente, algo à comunhão para esgotar os elementos conceituais do *investment trust".*[360] Peter Ashton, por sua vez, foi ainda mais enfático em sua argumentação, ao dizer que "por exigir a Lei muito mais, é que se afirma, que o instituto jurídico do condomínio não se adapta nem na teoria nem na prática à estrutura de um fundo de investimentos".[361]

Não obstante essas fortes constatações sobre sua inviabilidade jurídica, e a despeito das tentativas de se alterar tal realidade, o modelo condominial de fundos de investimento se consagrou, indisputadamente, como o mais relevante desde o momento em que o primeiro fundo assim estruturado foi constituído em solo brasileiro, afinal, poucos anos depois desse nascimento praticamente não existiam mais fundos que não utilizassem a roupagem jurídica de condomínios no mercado brasileiro. Esta Seção pretende resgatar esse histórico.

3.2.1 Nascimento da indústria brasileira de fundos de investimento

Em sua conhecida obra sobre a saga do mercado de capitais no Brasil, Ney Carvalho relata que os anos compreendidos entre a Era Vargas (1930 a 1945), bem como aqueles imediatamente subsequentes à queda de Getúlio Vargas do poder, não foram os mais felizes para o mercado de capitais brasileiro, que, na verdade, regredira e definhara em tais anos.[362]

Para o autor, se é certo que àquele tempo a economia mundial ainda sofria os efeitos causados pela crise irrompida com a quebra da Bolsa de Valores de Nova York, ocorrida em 1929, também a insegurança jurídica presente no período governado por Getúlio Vargas, com constante mudanças de regras e rupturas unilaterais de contratos, de um lado, e as políticas

[360] BARRETO FILHO. Op. Cit., p. 154
[361] ASHTON. Op. Cit. (1963), p. 58.
[362] Cf. CARVALHO, Ney. *A saga do Mercado de Capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014, pp. 155-170.

públicas que por ideologia desestimulavam os investimentos particulares, de outro, têm sua parcela de responsabilidade nesse infortúnio. Mas, a despeito desse cenário desafiador, a crescente industrialização brasileira fomentada no período pelo governo ditatorial levava a uma demanda por recursos cada vez maior, e a atividade do mercado acionário, ainda que bastante reduzida, resistia e despertava algum interesse entre os investidores.

Foi justamente durante essa época que começaram a surgir algumas importantes inovações no mercado de capitais brasileiro, dentre elas, o aparecimento das estruturas que podem ser consideradas como sendo os nossos primeiros fundos de investimento. Não há, entretanto, um firme consenso entre os pesquisadores sobre quando exatamente teria sido lançado o primeiro fundo de investimento em terras brasileiras. Assim sendo, há quem aponte que as primeiras sociedades de investimento teriam aqui surgido "por volta de 1940"[363], mais aproximadamente, em 1945[364]. Mas, há autores que localizam as tentativas iniciais de se trazer os fundos para a realidade brasileira apenas alguns anos depois, em 1952[365]. Em muito, tais divergências históricas podem ser atribuídas às diferentes acepções do termo fundos de investimento tal como manejado por esses pesquisadores, na medida em que alguns utilizam-no de forma mais ampla, enquanto outros fazem-no de maneira mais estrita.

Apesar de a falta de registros históricos e as divergências doutrinárias não permitirem uma definição precisa a respeito da gênese da indústria de fundos de investimento em nosso país, o seu marco normativo inicial, como já alertava Félix Ruiz Alonso, pode ser mais facilmente traçado: trata-se do Decreto-Lei nº 7.583, de 25 de maio de 1945, de apenas quatro artigos, que pela primeira vez faz referência às sociedades de crédito, financiamento ou investimentos – comumente referidas como "financeiras" –, todavia sem definir quais seriam suas atividades ou mesmo como se distinguiam umas das outras.[366] Em seguida, com base na competência recebida por meio daquele Decreto-Lei, o Ministério da Fazenda emitiu, em 1945, a Portaria nº 88.[367] Complementando o quadro normativo então vigente, em 16 de agosto de

---

[363] Cf. ASHTON. Op. Cit. (1963), p. 14.
[364] Cf. GAGGINI, Fernando. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*. São Paulo: Leud, 2001, p. 21.
[365] Cf. BARRETO FILHO. Op. Cit., p. 198.
[366] A menção às financeiras no Decreto-Lei nº 7.583, de 1945, apenas serviu para os seguintes propósitos: (i) excepcioná-las das prerrogativas e vantagens previstas na legislação referente à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, órgão governamental então encarregado do sistema bancário brasileiro e cujos poderes foram posteriormente atribuídos à Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC); (ii) excluí-las do regime previsto nos arts. 5º e 6º do Decreto-lei nº 6.419, de 13 de abril de 1944, conforme alterado; (iii) afirmar que referidas sociedades poderiam ser constituídas com recursos nacionais e estrangeiros; e (iv) determinar que sua constituição e funcionamento deveriam obedecer às normas a serem expedidas pelo Ministro da Fazenda com base em proposta elaborada pela já mencionada Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária.
[367] Além de reproduzir algumas disposições previstas no referido Decreto-Lei, a Portaria do Ministério da Fazenda nº 88, de 1945, estipulou que as sociedades de crédito, financiamento ou investimentos, dentre outras obrigações: (i) estariam sujeitas à fiscalização da SUMOC e ao pagamento de uma taxa similar à devida pelos chamados bancos

1946, foi publicado o Decreto-Lei nº 9.603.[368] No entanto, nenhum desses diplomas trouxe uma definição precisa das atividades dessas sociedades ou de suas distinções.

Deparando-se com esse quadro de relativo vácuo normativo sobre as atividades das sociedades de crédito, financiamento ou investimentos, composto por três curtos diplomas legislativos (que, a bem da verdade, pouco ou quase nada esclareciam), Bernard Pajiste registrou, em 1955, que "a legislação brasileira é bastante sumária e demasiadamente antiga"[369]. Com certa troça, disse ainda o referido jurista e economista que "afirmar que tal legislação é muito lacônica seria ainda dizer muito"[370], em especial, considerando o estágio da regulamentação, bem mais avançado, presente no sistema jurídico norte-americano.

Por um lado, a crítica do autor romeno é bastante válida sobretudo considerando-se as preocupações já bastante difundidas à época a respeito da proteção dos investidores que confiavam seus recursos aos fundos de investimento, os quais, décadas antes, havia experimentado perdas relacionadas a esses instrumentos no *crash* de 1929. Por outro lado, fato é que, ao tempo da crítica escrita por Bernard Pajiste, o Brasil vivia uma realidade econômica incomparável com aquela presente nos Estados Unidos, o que talvez justificasse os distintos estágios da regulação relacionada às atividades dos fundos de investimento.

Do mesmo modo, essa ausência de delimitações mais precisas sobre a forma de constituição e funcionamento dos fundos de investimento na legislação brasileira abria um flexível espaço para que a comunidade empresarial encontrasse, sem grandes amarras, os mecanismos que entendesse mais adequados para tentar aqui desenvolver uma indústria de fundos como aquela então presente nas jurisdições anglo-saxãs. Nesse mesmo sentido, como registrou Peter Ashton, "o quadro legislativo dado pelas leis dos anos de 1945 e 1946 apresentava-se realmente favorável à organização de um fundo de investimentos" .[371]

Um importante passo a ser traçado nesse caminho era o de definir a forma jurídica que os fundos de investimento assumiriam no sistema jurídico brasileiro, debate este que à época também ocorria em outros países originados do *civil law,* como, por exemplo, a Argentina, a

---

de depósitos; (ii) deveriam apresentar, ao tempo de pedido de autorização para seu funcionamento, prova de idoneidade moral de seus diretores e de que pelo menos um deles seria "pessoa de capacidade profissional"; e (iii) remeteriam regularmente à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária seus balanços, balancetes e outras informações.

[368] Segundo o Decreto-Lei nº 9.603, de 1946, as empresas de crédito, financiamento ou investimento apenas poderiam receber dinheiro em depósito de seus próprios titulares ou sócios, não podendo admitir a movimentação de suas contas por meio de cheques.

[369] PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1958. p. 51

[370] Ibidem.

[371] Cf. ASHTON. Op. Cit. (1963), p. 40.

Colômbia, a Alemanha, a Suíça, o Chile e a França[372]. Essa discussão ocorria principalmente porque, em termos históricos, os países da família do *common law*, em especial a Inglaterra e os Estados Unidos, haviam encontrado no instituto do *trust* a roupagem jurídica mais adequada para a constituição de um fundo de investimento – e foi justamente nesses países em que a indústria de fundos primeiro se desenvolveu, inspirando os demais. Mas, à época, entendia-se que era "totalmente impossível tentar reproduzir em país com sistema jurídico uno, tal como o é o Brasil, a fórmula do '*trust'*, visto que não é possível um duplo conceito de propriedade".[373]

A ausência de um rígido quadro legislativo permitiu que diferentes alternativas fossem testadas pelas comunidades empresarial da época, com auxílio dos juristas. A propósito, as primeiras obras jurídicas que se têm notícia a respeito dos fundos de investimento – ainda utilizando nomenclaturas como companhias de investimento ou sociedades de investimentos, tentativas de tradução do termo mais comumente utilizado no exterior à época ("*investment trusts*") –, tiverem por principal objetivo ajudar na resolução dessa questão, apontando qual instituto jurídico presente no regime o brasileiro melhor se conformaria à configuração necessária para a operação de um fundo inspirado nos moldes anglo-saxões.[374]

Nesse sentido, desde o aparecimento dos primeiros fundos de investimento até meados da década de 1950, duas foram as soluções legais encontradas por aqueles que buscavam lançar fundos de investimento no mercado brasileiro e, a estas, posteriormente se juntou uma terceira, mais precisamente, no início de 1957. Por algum tempo, as três alternativas conviveram no mercado brasileiro, muito embora a última tenha definitivamente se tornado a mais popular.

a. Modelo societário

O caminho inicialmente encontrado no Brasil para resolver o impasse jurídico acima delineado foi a organização dos fundos de investimento como sociedades anônimas. Dentre todos os fundos assim estruturados, talvez os que mereçam maiores destaques – por terem

---

[372] Cf. ASHTON. Op. Cit. (1968), p. 11. Disse o autor: "[p]*ossivelmente, todas as legislações assim o tentaram fazer: adaptar o 'trust' ao seu próprio direito. Participam desta tendência o Brasil, a Argentina, a Colômbia, a Alemanha, a Suíça e também a França. Assim, juristas que viram surgir em seus países, os fundos de investimento, fascinados com a forma jurídica original, que possibilitou a criação, ou melhor, a invenção dos fundos de investimento, procuraram sempre, consciente ou inconscientemente, encontrar dentro de sua legislação o instituto jurídico que melhor se adaptasse ao 'trust' anglo-saxônico. Poucos países ou quiçá nenhum, conseguiram libertar-se desta influência do trust, encontrando fórmulas originais*".

[373] Cf. Ibid, pp. 11 e 12.

[374] Oscar Barreto Filho assim explica as razões de seu estudo original de 1956: [a]*s limitações postas pelos diferentes sistemas jurídicos, aos quais se têm de adaptar os vários tipos de empresas econômicas, sugerem desde logo a indagação de qual a forma jurídica adequada para alcançar os fins a que visam* os investment trusts*, nos países que não conhecem o instituto do trust*". Cf. Op. Cit., p. 132.

ajudado a difundir esse mecanismo de investimento no Brasil – sejam aqueles lançados a partir de 1952 pela Deltec S.A. – Investimento, Crédito e Financiamento, que atuava precipuamente na atividade de distribuição de ações, alcançado papel de destaque nessa função.

Alguns autores defendem terem sido os fundos de investimento da Deltec – denominados Valérias, em homenagem à filha do fundador daquela empresa – os primeiros a serem constituídos no Brasil.[375] Esses fundos, vale dizer, nada mais eram do que companhias listadas em bolsa de valores e que tinham por objeto social investir os recursos captados junto a seus acionistas em ações de outras companhias já listadas ou que viriam a sê-lo. A cada vez que era finalizada a oferta de distribuição de ações de uma dessas companhias, outra era constituída, repetindo-se o procedimento (e, no total, quatro fundos foram lançados). As Valérias Primeira, Segunda, Terceira e Quarta funcionavam como fundos fechados, de modo que a liquidez dos investidores (i.e., seus acionistas) era obtida por meio da negociação das ações dessas companhias em bolsa.[376]

A constituição de tais fundos de investimento nos moldes das sociedades anônimas tem clara inspiração em movimento então presente nos Estados Unidos – naquele ordenamento, o instituto do *trust* vinha sendo progressivamente substituído pela organização dos fundos de investimento por meio de tipos societários. Com efeito, desde o seu aparecimento até pelo menos a década de 1940, quando foi editada a *Investment Company Act*, de 1940, os fundos de investimento americanos eram essencialmente similares às companhias operacionais presentes naquele país – do que decorre, aliás, o nome técnico utilizado na legislação americana para se referir aos fundos: companhias de investimento ("*investment companies"*).

Nesse sentido, como explica Anita Krug, no princípio os fundos de investimento americanos tinham diretores, empregados e outros colaboradores que executavam tarefas específicas, recebendo salários por suas funções. Os fundos também tinham (e, na realidade, ainda têm), por força das leis societárias estaduais, um Conselho de Administração. Em suma, "*the difference between an investment company and an operating company was simply that the former's assets were largely devoted to holding ownership interests in other corporations"*[377].

---

[375] Cf. CARVALHO. Op. Cit., p. 172.

[376] A respeito, explica Roberto Teixeira da Costa, o primeiro presidente da Comissão de Valores Mobiliários - CVM: [c]*riada oficialmente em 1946, a Deltec possuiu sob sua administração quatro fundos de investimentos fechados, chamados Valérias, integrados por uma série de ações das empresas negociadas em bolsa e também por uma série de ações de empresas cujo lançamento público ela havia feito, que, posteriormente, seriam cotadas. As Valérias estavam organizadas como pessoas jurídicas e, na realidade, eram sociedades de investimento que funcionavam como empresas de participação de capital, tributadas como qualquer outra pessoa jurídica (todo ganho de capital obtido era tributado como lucro real)*". Cf. COSTA, Roberto Teixeira da. *Mercado de Capitais: Uma Trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, p. 26.

[377] Cf. KRUG. Op. Cit., p. 269.

Contudo, na realidade jurídica brasileira, existiam diversos empecilhos à organização de um fundo de investimento sob a forma legal de uma sociedade anônima. Isso era sobretudo verdadeiro para a tentativa de desenvolvimento, no Brasil, de uma indústria de fundos de investimento abertos (nos quais o resgate é permitido), justamente aquela que se tornou, como desdobramento do *crash* de 1929, a mais relevante em mercados mais desenvolvidos, como o inglês e, principalmente, o norte-americano.

Dentre esses empecilhos, destaca-se, em especial, os de natureza societária e, mais precisamente, a rígida disciplina a respeito da modificação do capital social de uma sociedade anônima, tal como delineada no Decreto-Lei nº 2.627, de 1940. Esse rígido regime, pautado no princípio da fixidez do capital social, impediria notadamente a constante emissão e resgate de ações da companhia, característica essencial dos fundos abertos. Na prática, portanto, as normas referentes às sociedades anônimas então vigentes impediam que esse tipo societário fosse utilizado no Brasil para corporificar um fundo de investimento aberto.

Outro problema do quadro jurídico nacional para a utilização de companhias para estruturar fundos de investimento estava relacionado à sua dupla tributação, tendo em vista que, sendo pessoas jurídicas e ausentes regras específicas de isenção fiscal, tanto os rendimentos auferidos pelas companhias em si, quanto aqueles obtidos por seus acionistas por meio de distribuição de proventos, estavam sujeitos ao recolhimento de imposto de renda.

A questão tributária é apontada por diversos autores como sendo essencial para o sucesso ou fracasso da indústria de fundos em um país, pois, havendo dupla tributação, diminuem substancialmente os incentivos aos investidores para se valerem desse instrumento[378]. Mathew Fink, expoente do *Investment Company Institute* (ICI), principal associação da indústria de fundos americana, relata que o *Revenue Act*, de 1936, que concedeu tratamento tributário especial a fundos abertos que satisfizessem determinados requisitos – por considerá-los meros conduítes entre os investidores e os ativos do fundo –, foi o mais relevante evento na história dos *mutual funds* daquele país: "[w]*ithout such treatment*,", escreve o autor, "*it is doubtful if mutual funds would have continued to exist, much less flourish*".[379]

[378] A respeito, já alertava Oscar Barreto Filho: "[o]*s principais obstáculos que se têm oposto, em vários países, à criação de instituições financeiras do tipo dos* investment trusts*, além dos problemas de ordem jurídica já assinalados, são de natureza financeira e fiscal*". Cf. Op. Cit., pp. 214-215.
[379] Cf. FINK. Op. Cit., p. 29.

b. Modelo de sociedades em conta de participação

Por conta desses e outros problemas circunstanciais, outras soluções foram sendo aventadas em alternativa à utilização das sociedades anônimas. Assim, alguns fundos de investimento também passaram a ser estruturados como sociedades em conta de participação, na qual os investidores figuravam como os sócios ocultos, ao passo que uma pessoa jurídica, a sociedade de investimentos, atuava como sócio ostensivo. Nesse sentido, em sua biografia, Orozimbo Roxo Loureiro relata como, após "muitas e fatigantes análises", a sociedade em conta de participação foi escolhida por seus assessores jurídicos como a melhor roupagem legal para dar formato ao fundo de investimentos que seu banco de investimentos pretendia criar.[380]

As sociedades em conta de participação foram também amplamente utilizadas para estruturar os fundos de financiamento (às vezes chamados de fundos de *acceptance*; fundos de participação; ou até de fundos de renda mensal), que, embora assumissem estrutura bastante semelhante aos fundos de investimento, tinham finalidades bastantes distintas: enquanto os primeiros serviam como meio para financiar o capital de giro das empresas, os segundos visavam à aplicação dos recursos dos investidores em títulos e valores mobiliários.[381]

O CMN, vale dizer, por meio da Resolução nº 103, de 1968, sob a premissa de que sociedades de crédito, financiamento ou investimento somente deveriam atuar no crédito ao consumidor final, estipulou que as financeiras deixassem de constituir, administrar ou gerir fundos de *acceptance*; vedou a colocação de novas cotas desses fundos, independentemente de sua forma jurídica; e, ainda, determinou que os fundos já existentes deveriam ser extintos até o fim de 1969.[382] Diversamente do que defendido por alguns autores, portanto, referida Resolução não teve, ao menos não diretamente, o impacto histórico que lhe é atribuído na conformação jurídica dos fundos de investimento no Direito brasileiro, já que, afinal, tal norma não se destinava àqueles veículos como um todo, mas, apenas, aos fundos de *acceptance*.

---

[380] Cf. LOUREIRO, Orozimbo Roxo. *Garimpando Reminiscências.* São Paulo: Grafikor, 1976, p. 195.

[381] O funcionamento dos fundos de *"acceptance"* em muito se equiparam aos dos atuais Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. A respeito, explica um relatório elaborado pela Deltec em 1968: "[d]*eve-se mencionar, de passagem, um tipo algo único de fundo de investimento no Brasil: o fundo de aceitação ou fundo de participação. Êstes foram organizados para fornecerem financiamento a curto prazo semelhante ao obtido das companhias financeiras através das letras de câmbio, se bem tenham alcançado muito menor volume e popularidade do que estas. A mecânica é a seguinte: o fundo compra com deságio duplicadas, geralmente a 180 dias, e vende unidades de participação aos investidores com um rendimento mensal fixo, mais um pagamento extra no fim do ano. O rendimento é considerado lucro e portanto não existe conflito com a Lei da Usura*." Cf. BID. *Os Mercados de Capitais do Brasil*. Cidade do México: Panamericana, 1968, p. 126.

[382] Cf. Resolução CMN nº 103, de 1968.

c. Modelo condominial

Por fim, a terceira e última conformação jurídica adotada para estruturar os fundos de investimento no regime brasileiro foi o de condomínio. Ainda que não tenha sido pioneiro como fundo de investimento aberto, o primeiro fundo a adotar a forma legal de condomínio foi o Fundo Crescinco (acrônimo para a expressão "crescimento industrial e comercial"), lançado em 18 de janeiro de 1957 pela *International Basic Economy Corporation* ("IBEC"), e que permitia o resgate de suas cotas por parte dos investidores (e, também, a sua negociação).

Não há dúvidas sobre os motivos que fundamentaram a escolha pela opção condominial pela IBEC, uma vez que foi o próprio organizador do Fundo Crescinco no Brasil que respondeu à questão, em carta dirigida a Peter Ashton e reproduzida em sua obra:[383]

> (...) na Argentina estamos também usando a forma jurídica do condomínio, mas no Chile estamos organizando fundos em conta de participação e na Colômbia constituímos o que essencialmente corresponde a um fundo do tipo '*common trust*' fundamentado em contratos com inversores individuais, por meio dos quais êstes indicam a companhia administradora como seu agente para a administração do acervo do fundo. **Em cada país tivemos que enfrentar o problema de evitar o capital fixo de uma sociedade anônima ou de uma sociedade limitada a fim de poder organizar um fundo do tipo capital aberto (*open-end*) e também escapar à imposição de dupla tributação sôbre a venda do fundo**. (negritos nossos)

No mesmo sentido, um relatório de 1968 preparado pela Deltec sob o patrocínio do Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID, intitulado "Os Mercados de Capitais do Brasil", confirma em detalhes as razões jurídicas que levaram a tal conformação jurídica, quais sejam, os entraves da legislação societária e tributária.[384] Isto é, a opção pelo modelo condominial consistiu em um engenhoso expediente manejado para fugir dos problemas que

---

[383] Cf. ASHTON. Op. Cit. (1963), p. 41.

[384] A respeito, registra o referido relatório elaborado pela Deltec: "[o]*s fundos em condomínio são, em essência, uma propriedade conjunta de ativos indivisos e foram utilizados sob a legislação anterior em virtude da inviabilidade legal para a formação de fundos de investimento de capital aberto ('open-end funds') como uma típica sociedade anônima brasileira. Dantes, sempre que uma sociedade era constituída ou se processava o aumento de capital de uma sociedade, todas as ações eram obrigatoriamente subscritas, proibido que era o uso de ações autorizadas mas não emitidas e o aumento de capital antes de estar êle totalmente integralizado. Outro grave empecilho encontrado era o dispositivo que proibia as sociedades de recomprarem suas próprias ações de forma que se constituído nos termos de uma sociedade anônima brasileira, o fundo se veria na impossibilidade de resgatar suas próprias ações. De acordo com a legislação fiscal vigente, os ganhos de capital percebidos por pessoas físicas – com exceção de lucros imobiliários – são isentos de tributação, enquanto os ganhos de capital percebidos por pessoas jurídicas são tributáveis como renda ordinária. Ora, o corolário dessa relação seria, naturalmente, a formação de 'condomínios', sob a administração de uma firma responsável por investimento de terceiros – cada uma dessas partes mantendo participação fracionária no 'pool' comum, sem que isso importasse em configuração implícita ou explícita de uma sociedade anônima".* Cf. BID. Op. Cit., pp. 122-123.

afligiam o uso do instituto das sociedades anônimas e, em especial, pelo fato de os condomínios não serem considerados pessoas jurídicas, sendo assim capazes de escapar à dupla tributação.

A *International Basic Economy Corporation* atuava na atividade de distribuição de ações no Brasil e, por isso, possuía uma ampla e disseminada estrutura no país. Diante da possibilidade de resgate, bem como considerando o alcance comercial da IBEC, o "[o] sucesso do Fundo Crescinco foi instantâneo"[385]. De fato, referido fundo foi, de longe, por muito tempo, o maior do país e até mesmo o mais importante de toda a América Latina.

A relevância histórica do Fundo Crescinco para o mercado brasileiro pode ser também extraída de estudo elaborado em 1965 pelos especialistas norte-americanos Norman Poser e Allan Roth: naquele momento, segundo os autores, as operações do Fundo Crescinco correspondiam a cerca de 7% das negociações realizadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e, em muitas companhias, a participação acionária do referido fundo chegava a 25% de seu capital social. Os pesquisadores descrevem como a posição de dominância do Fundo Crescinco gerava acusações de manipulação de mercado contra a IBEC e levava diversos investidores a tentarem descobrir suas decisões de investimento para a elas tentar se antecipar[386].

As disposições contidas no regulamento do Fundo Crescinco trazem inúmeras regras familiares aos fundos hoje existentes[387]. Rezava esse documento, dentre outros comandos, que a natureza do fundo era de condomínio aberto; que a administração do fundo seria confiada à sociedade anônima IBEC, sendo esta designada como a Administradora do Fundo Crescinco; que as importâncias confiadas à Administradora seriam por ela aplicadas, como representante dos investidores, em carteira diversificada de investimento; e que os direitos relativos aos bens, títulos e valores inscritos em nome do condomínio seriam exercidos pela Administradora para todos e quaisquer fins, inclusive, de comparecimento e votação em assembleias. De maneira mais ou menos similar, esses comandos continuam previstos nos regulamentos dos fundos de investimento constituídos no Brasil até os dias que correm.

As semelhanças não param por aí. O regulamento do Fundo Crescinco também estipulava que cada investidor seria titular de partes ideais sobre os bens integrantes do fundo, denominadas cotas de condomínio; que a participação dos investidores nos lucros e rendimentos seria calculada com base no valor dessas cotas; que os recursos recebidos seriam depositados

---

[385] Cf. CARVALHO. Op. Cit., p. 174.

[386] Para os pesquisadores, entretanto, "[i]t *would be unfair to criticize Crescinco for its influence in the market, which is apparently a result of its size in relation to other investors*". Cf. POSER, Norman; ROTH, Allan. *A Preliminary Survey on the Brazilian Stock Markets*. SEC, 1965, pp. 41-42. Disponível em: http://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1965_1201_BrazilianPoser.pdf. Acesso em: 15.2.2021.

[387] A versão do regulamento já estava adaptada à Portaria do Ministério da Fazenda nº 309, de 1959. Essa versão pode ser encontrada em: ASHTON. Op. Cit. (1963), pp. 141–148.

ou entregues em custódia a bancos devidamente credenciados pela Administradora; que as contas e o balanço do fundo seriam anualmente revisados por auditores; e, em linha com o aviso constante nos regulamentos de inúmeros fundos atuais, o regulamento do Fundo Crescinco ainda dizia que a Administradora não se responsabilizava por prejuízos relacionados a eventuais quedas dos preços dos títulos e bens integrantes da carteira do fundo.

Muito embora os fundos fechados estruturados como sociedades anônimas tenham permanecido no cenário brasileiro por alguns anos – inclusive sendo utilizados, na década de 1970, para estruturar a tentativa de atração de investimentos estrangeiros para o mercado brasileiro por meio das chamadas "sociedades de investimento estrangeiro" do Decreto-Lei nº 1.401, de 1975 –, fato é que, a rigor, duas passaram a ser as fórmulas mais comumente utilizadas: os fundos abertos em condomínio ou os fundos em conta de participação[388].

Ao menos em seu momento inicial, a ampla adoção do instituto do condomínio para estruturar fundos de investimento abertos no Brasil pode ser atribuída ao sucesso do Fundo Crescinco. Isso porque, diante de sua inegável liderança no setor, diversas outras sociedades de investimento resolveram constituir fundos sob a forma condominial para concorrer diretamente com o Fundo Crescinco – Roberto Teixeira da Costa, então diretor da Deltec, relata que, em 1961, foi lançado "o Condomínio Deltec, fundo mútuo de investimento criado nos mesmos moldes do então líder de mercado, o Fundo Crescinco"[389]. Mas, se é certo que o sucesso do Fundo Crescinco tem sua parcela de responsabilidade, há outros eventos que contribuíram para consolidar o condomínio como o principal instituto jurídico a ser utilizado para estruturar os fundos no Direito Brasileiro, alguns dos quais são relatados adiante.

3.2.2 Discussões havidas durante a Reforma Tributária de 1958

A reforma tributária implementada por meio da Lei nº 3.470, de 1958, também é um importante marco impulsionador do uso do instituto jurídico do condomínio para a conformação de fundos de investimento no Brasil em contraposição a outras figuras jurídicas até então utilizadas. Essa lei afastou dúvidas então existentes sobre o regime tributário aplicável a tais fundos, ao dispor que, para fins do imposto de renda, "os fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimentos fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito [SUMOC]" não seriam equiparados a pessoas

[388] Cf. ASHTON. Op. Cit. (1965), p. 13.
[389] Cf. COSTA, Roberto Teixeira. *Valeu a Pena! Mercado de Capitais: Passado, Presente e Futuro*. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2018, p. 27.

jurídicas, desde que houvesse distribuição anual dos rendimentos auferidos aos condôminos e que mais de 10% de seu valor não estivesse concentrado em apenas uma empresa[390].

Em outras palavras, conforme relata grande parte da doutrina,[391] a segurança jurídica trazida pela clara regra prevista na lei tributária de 1958 acabou por trazer uma vantagem competitiva ao uso do instituto de condomínio para a estruturar fundos de investimento, em prejuízo da sociedade em conta de participação e das sociedades anônimas.

Se, por um lado, parece ser inegável o importante papel que a reforma tributária de 1958 teve na definição de um dos principais pilares do regime regulatório brasileiro de fundos de investimento – isto é, o modelo condominial –, por outro, há um episódio que poderia ter mudado completamente o rumo dessa história. Trata-se do fato de o projeto de lei aprovado pelo Congresso Nacional (e que viria a se transformar na Lei nº 3.470, de 1958) ter originalmente excepcionado não apenas os fundos em condomínio do regime tributário geral aplicável às pessoas jurídicas, e também os fundos estruturados como sociedades anônimas.

A origem da citada legislação remonta a 28 de janeiro de 1956, quando o governo do então presidente Juscelino Kubistchek (iniciado naquele ano), por meio da Mensagem nº 49, encaminha ao Congresso Nacional projeto de lei acompanhado de exposição de motivos subscrita por seu Ministério da Fazenda e, em tal momento, nada havia relacionado à tributação dos fundos, independentemente de sua conformação jurídica. Ou seja, a tributação dos fundos não foi o objetivo central que levou à edição da Lei nº 3.470, de 1958 – afinal, à época do envio do projeto ao Congresso, os fundos em condomínio sequer ainda existiam em nossa realidade.[392] Na verdade, como consta da exposição de motivos enviada pelo Poder Executivo, a principal razão para o envio do projeto de lei foi o iminente término, por força da Lei nº 2.354, de 1954, da vigência da legislação que estabelecia a cobrança de impostos adicionais incidentes sobre determinada parcela de lucros das pessoas jurídicas e rendimentos de ações ao portador.

---

[390] Cf. Lei nº 3.470, de 1958 (redação original): "*Art 82. Para efeito de tributação do impôsto de renda, não são considerados pessoas jurídicas, (Vetado) os fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimentos fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito, desde que não seja aplicada em uma só emprêsa importância superior a 10% (dez por cento) do valor do fundo e haja distribuição anual, pelos condôminos, dos resultados auferidos. Parágrafo único. Os rendimentos correspondentes a êsses fundos serão tributados, conforme a sua natureza, em poder dos condôminos, de acôrdo com a legislação em vigor*".

[391] Cf. TAVERNARD. Op. Cit., p. 60; e PAVIA. Op. Cit., p. 88.

[392] Ainda assim, é de destacar o rápido crescimento do Fundo Crescinco menos de um ano depois de seu lançamento, o que certamente chamou a atenção das autoridades fiscais. A respeito, como destacava a reportagem intitulada "*A Ação e o Funcionamento dos Fundos Mútuos*", publicado no Jornal Correio da Manhã, na edição de 16 de fevereiro de 1958, 3º caderno: [o] *acervo de Crescinco – um fundo de investimentos em condomínio aberto acaba de atingir cem milhões de cruzeiros em menos de um ano de existência. O Fundo Crescinco foi lançado em 15 de fevereiro de 1957 com trinta milhões de cruzeiros subscritos pela International Basic Economy Corporation, um grupo de bancos brasileiros e vários inversores individuais. Hoje, o Fundo conta com cerca de mil e seiscentos cotistas com inversões que vão de cinco mil cruzeiros a vários milhões de cruzeiros*".

Os fundos de investimento somente entraram em pauta dois anos depois, após o Ministério da Fazenda ter apresentado sugestões ao projeto já em trâmite no Congresso, dentre elas, a de disciplinar o tratamento legal para os fundos em condomínio. Essa sugestão foi acolhida pela Comissão de Finanças da Câmara dos Deputados em parecer de 17 de novembro de 1958, que apresentou emenda sobre o tema com texto bastante semelhante ao que se tornou a redação final. No Senado Federal, entretanto, o projeto recebeu inúmeras emendas, inclusive, para prever tratamento tributário especial, no mesmo artigo que tratava dos fundos em condomínio, às "pessoas jurídicas sociedades de investimento". Em conjunto com outras, essa alteração foi aprovada pela Câmara e o projeto foi remetido à sanção presidencial.

O PL nº 989, de 1956 (designado no Senado Federal como PLC nº 162, de 1958), tal como emendado após tramitar nas duas casas do Poder Legislativo, sofreu mais de 40 vetos pelo presidente da República, o que à época gerou forte reação da oposição e mesmo de alguns integrante da base governista, resultando na derrubada de alguns deles. Não foi, entretanto, o caso do veto presidencial aposto à expressão "pessoas jurídicas sociedades de investimento" contida no texto do art. 82 enviado à sanção presidencial, que foi mantido.

Para justificar o veto ao referido trecho, o presidente Juscelino Kubistchek afirmou que a redação do artigo possibilitaria a interpretação de que qualquer pessoa jurídica nomeada de "sociedade de investimento" estaria apta a fazer jus ao regime especial de tributação, na medida em que, tal como escrito, a condição de ser fiscalizada pela SUMOC se restringiria às sociedades de investimento que eram administradoras de fundos em condomínio. Ainda segundo a justificativa, ao contrário do que ocorreria em relação aos cotistas (condôminos) dos fundos em condomínio, o dispositivo acabaria por deixar um vácuo normativo quanto à forma de tributação dos acionistas de tais "sociedades de investimento", posto que em princípio apenas poderiam ser tributados segundo o regime aplicável aos sócios de pessoas jurídicas, contudo o comando as retiraria essa qualidade (de pessoa jurídica) para fins tributários[393].

---

[393] Vale transcrever o trecho relevante do veto presidencial: "*100. Também veto a expressão '. sociedades de investimento.' no artigo 82, que acarreta ampla e irrestrita imunidade tributária aos lucros dessas sociedades, extensiva às pessoas físicas dos sócios, o que ofende ao interêsse público.*
101. A redação do artigo, se não for excluída essa expressão, levará a interpretar-se o preceito legal no sentido de que qualquer empresa, sob a designação sociedade de investimento", ficará livre do imposto de renda pois, no caso a condição de serem fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito está limitada às que administram 'fundos em condomínio'.
102. Além disso, o parágrafo único do artigo disciplina apenas a tributação de tais 'fundos', silenciando quanto aos lucros distribuídos pelas sociedades de investimentos os quais somente poderiam ser tributados, nas declarações dos beneficiários, como lucros de pessoas jurídicas qualidade que a lei retira daquelas sociedades, para os efeitos de tributação."

A análise do rito de tramitação daquilo que veio a se tornar a Lei nº 3.470, de 1958, portanto, permite concluir que não parece ter havido qualquer predileção do Poder Legislativo ou mesmo do Poder Executivo pelos fundos de investimento que eram estruturados sob o regime de condomínios. Ao contrário, ao menos nesse momento, o que parece ter ocorrido foi muito mais uma consequência da correção, pela Presidência da República, de um problema de técnica legislativa que, em tese, poderia levar a uma interpretação literal equivocada quanto ao verdadeiro alcance do dispositivo, em prejuízo à arrecadação federal.

De qualquer modo, como registra doutrina, fato é que a Lei nº 3.470, de 1958, contribuiu para impulsionar a prevalência do uso do instituto do condomínio para a conformação dos fundos no Brasil. Entretanto, isso talvez tenha ocorrido somente pelo acaso.

3.2.3 Positivação da segregação entre o instrumento fundo e sua administração

Os fundos estruturados como sociedades em contas de participação e como condomínios trouxeram pela primeira vez para a realidade brasileira, para o arrepio de alguns juristas da época, uma evidente segregação entre o instrumento fundo de investimento, de um lado, e a pessoa jurídica responsável por sua administração, de outro, papel assumido pela sociedade de investimento, o que significava, em outros termos, que a administração do fundo era conduzida por um organismo externo àquele veículo, denominada "administrador(a)". Essa segregação, como mencionado, é hoje a regra dos fundos de investimento em todo o mundo.

A quebra de unidade entre o instrumento fundos de investimento e a administradora sociedade de investimento, uma consequência da escapatória encontrada para fugir dos problemas relacionados ao uso da figura das sociedades anônimas como fundos de investimento, foi positivada inicialmente na referida Lei nº 3.470, de 1958, sobre o imposto de renda, e foi posteriormente consagrada na Portaria nº 309, de 1959, editada pelo Ministério da Fazenda após sugestões da Superintendência da Moeda e do Crédito ("SUMOC")[394]

É importante entender o contexto que levou à edição da referida Portaria nº 309, de 1959. Os altos índices inflacionários, aliados à limitação imposta pela Lei da Usura (Decreto nº. 22.626, de 1933), criaram severas distorções no mercado de crédito brasileiro.

---

[394] Essa Portaria foi reputada como inconstitucional por alguns doutrinadores da época por suposto vício formal de competência, que seria, no entendimento desses juristas, privativa do Poder Legislativo. Em longo artigo intitulado "*As sociedades de crédito e a inconstitucionalidade da Portaria nº 309, da* SUMOC", publicado no Jornal O Estado de São Paulo na edição de 6 de novembro de 1959, p. 27, Waldemar Ferreira discorre amplamente sobre os motivos pelos quais a Portaria nº 309, de 1959, seria inconstitucional à luz do disposto no art. 5º, XV, da Constituição de 1946. Para ele, desde a promulgação dessa Carta, a delegação de poderes à Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC previstas nos Decretos-Leis de 1945 e 1946 teriam sido revogadas tacitamente.

A desvalorização da moeda fez com que o sistema bancário se tornasse depositário de recursos que ali eram mantidos apenas a curto ou curtíssimo prazo, o que foi sendo agravado à medida em que avançava a inflação. Ao mesmo tempo, a rentabilidade negativa oferecida pelos produtos bancários fazia com que esses investimentos fossem cada vez mais perdendo atratividade junto aos investidores. Estava-se diante de uma fuga quase completa dos depósitos a prazo, impossibilitando a concessão de créditos e financiamentos de médio e longo prazos pelos bancos. Assim, excetuados os bancos de desenvolvimento públicos, praticamente inexistiam meios que pudessem atender à demanda de crédito – e justamente quando ela foi fortemente impulsionada pela política nacional-desenvolvimentista do Governo Kubitschek.

Essa situação foi parcialmente contornada por meio de engenhoso sistema que veio a ser implementado pelas sociedades de crédito, financiamento e investimento. Em síntese, essas sociedades aceitavam letras de câmbio que eram sacadas por empresas que atuavam no setor industrial ou comercial e tais títulos eram oferecidos aos investidores com deságio frente ao seu valor nominal – e, como essa rentabilidade não poderia ser considerada como juros, as letras de câmbio escapavam às limitações da Lei da Usura. Embora muitas vezes rendessem menos que a inflação, referidas letras de câmbio encontraram ampla aceitação no país.

O sucesso desse sistema foi tamanho que, com o tempo, algumas empresas decidiram encurtar o acesso aos investidores (assim evitando o *spread* cobrado pelas financeiras pela coobrigação), passando a captar recursos diretamente junto a eles por meio de notas promissórias, reduzindo os custos de obtenção de recursos e, com isso, levando à atração de maior volume de poupança pela remuneração mais elevada. Os títulos eram posteriormente negociados em bolsas de valores. Tal mercado paralelo de crédito, que cresceu vertiginosamente a despeito de estar à margem da fiscalização da SUMOC, acabou por causar grandes prejuízos a alguns investidores, quando determinadas empresas se recusaram a honrar seus compromissos.[395]

O mercado de letras de câmbio competia diretamente com o já combalido sistema bancário pela captação da poupança popular, o que levou o governo a impor limitações à atuação das financeiras; essas limitações foram consubstanciadas na Portaria nº 309, de 1959. Os jornais da época relatam que uma regulamentação mais precisa das atividades exercidas

[395] Cf. CARVALHO. Op. Cit., pp. 176-177.

pelas financeiras também era bastante ansiada pelo setor industrial,[396] sendo ainda necessária diante de sua desordenada proliferação, que seguia distintos padrões legais.[397]

A Portaria nº 309, de 1959, talvez tenha sido a primeira peça normativa que efetivamente se preocupou em diferenciar as atividades exercidas pelas financeiras. Resumidamente, ela dividiu essas sociedades em duas categorias: as "sociedades de crédito e financiamento", que teriam por objetivo atuar em operações de crédito a médio e longo prazos; e as "sociedades de investimento", que operariam no mercado de capitais.

Embora a norma tenha conjuntamente tratado das regras aplicáveis às financeiras em muitos dispositivos, pela primeira vez a legislação passou a diferenciar e impor requisitos distintos à atuação dessas sociedades. Permitiu-se, no entanto, a existência de sociedades de tipo misto, que poderiam atuar nas atividades de crédito e financiamento e na de investimento – quase todas as financeiras adotaram o tipo misto.[398]

Nesse sentido, a Portaria nº 309, de 1959, passa a reconhecer, já em suas considerandas, "que às sociedades de crédito, financiamento ou investimento cabe relevante papel complementar na dinamização do processo de desenvolvimento econômico do país", destacando, todavia, que seria prudente limitar sua interferência no sistema de crédito, tendo em vista atuarem paralelamente aos bancos comerciais. Assim, as financeiras foram obrigadas a assumir a forma jurídica de sociedade anônima; seu funcionamento passou a estar sujeito à autorização prévia do Ministério da Fazenda; elas foram submetidas à fiscalização da SUMOC; e, a depender dos critérios elencados na norma, havia um capital mínimo a ser observado.

A legislação também determinou que as financeiras poderiam atuar utilizando-se de recursos próprios (aqueles aportados na sociedade por seus acionistas) ou de terceiros (recursos coletados junto ao público investidor), nesse caso visando, por exemplo, à constituição de fundos de investimento em conta de participação ou em condomínio. As sociedades de investimento estavam autorizadas a atuar mediante a constituição de fundos ou não.

---

[396] Conforme reportagem publicada no Jornal O Estado de São Paulo em 1º de dezembro de 1950, p. 22, na reportagem intitulada *Regulamentadas as Sociedades de Credito e Financiamento e as de Investimento*, na qual se lê: "[e]*sse regulamento era esperado com muito interesse pelos setores da indústria, especialmente pela indústria automobilística e por certos ramos que lutam com dificuldades de capital de giro para atender a produção em massa que se destine a exportação financiada, como é o caso da indústria de material ferroviário*".

[397] É o que relata Waldemar Ferreira (*As sociedades de credito e a inconstitucionalidade da Portaria nº 309, da* SUMOC", publicado no Jornal O Estado de São Paulo na edição de 6 de novembro de 1959, p. 27): "[d]*e tal modo e tão variadamente proliferam as sociedades de credito, financiamento e investimentos, de acordo com os padrões estrangeiros, norte-americanos principalmente, que ultimamente se entrou a reclamar medidas de ordem jurídica acerca da constituição e funcionamento dos fundos de participação, fundos de aceitação, condomínios abertos e outros organismos congêneres*".

[398] Cf. CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. 1979, na Parte II, p. 10.

Assim sendo, às sociedades de investimento e às do tipo misto foi atribuída exclusividade para serem administradoras dos fundos de investimento em condomínio. É certo, entretanto, que a partir da década de 1960, em decorrência dos altos índices inflacionários, a maior parte das financeiras passou a se dedicar exclusivamente ao mercado de letras de câmbio, de modo que poucas continuaram na atividade de administração de fundos.[399]

Acerca dos fundos em conta de participação ou em condomínio, determinou a Portaria nº 309, de 1959, dentre outras regras, que: (i) os certificados representativos de participação nesses fundos deveriam ser nominativos e livremente transferíveis; (ii) as sociedades responsáveis por sua administração estariam obrigadas a fornecer informações sobre o valor total das aplicações e a composição de sua carteira; e (iii) que o resgate imediato dos certificados somente seria admitido se deles constassem cláusula reservando à sociedade administradora do fundo o direito de opção sobre a forma do referido resgate (em títulos ou em dinheiro).

Com a Portaria nº 309, de 1959, portanto, deixou de existir dúvidas, nos casos de fundos de investimento organizados como condomínios ou sociedades em conta de participação, quanto à existência de uma diferenciação entre o fundo e a sociedade de investimento responsável por sua administração, esta necessariamente uma sociedade anônima autorizada a funcionar pela SUMOC como uma sociedade de investimento ou do tipo misto. Cabe ressaltar, todavia, que a sociedade de investimento continuaria a poder funcionar, ela própria, como um fundo do "tipo Valéria", aplicando os recursos aportados na sociedade por seus acionistas em outros títulos – mas, nesse caso, não seria possível a constituição de um fundo aberto, em razão dos empecilhos contidos na legislação societária da época, como anteriormente explicado.

Até meados da década de 1960, as financeiras foram as principais responsáveis pela movimentação dos mercados de crédito e de capitais no país. E, diante da atratividade e forte demanda por seus produtos, bem como considerando a regulamentação menos rígida do que aquela aplicável às demais instituições financeiras, o número de sociedades financeiras saltou enormemente nesse período. Nesse sentido, dados do Banco Central do Brasil, apresentados em estudo da CVM, revelam que a quantidade de sociedades de crédito e financiamento, incluindo matrizes e agências, passou de 100 em 1961 para 226, em 1965.[400]

Por outro lado, é importante mencionar que a indústria de fundos teve um fraco desempenho nos primeiros anos da década de 1960. Segundo estudo elaborado pelo escritório brasileiro da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), isso decorreu

[399] Cf. Ibid., p. 29.
[400] Cf. Ibid., p. 10.

de duas circunstâncias.[401] Primeiro, as reduzidas dimensões do mercado acionário brasileiro; e, segundo,a instabilidade macroeconômica, em especial, a aceleração da inflação. Foi somente a partir da segunda metade da década de 1960 que o setor de fundos verdadeiramente cresceu.

3.2.4 Tentativa de alteração do modelo predominante

O regime militar instaurado a partir do golpe de 1964 buscou implementar medidas para a estabilização do nível de preços, tendo em vista os altos níveis inflacionários presentes à época. Dentre essas medidas estava a reorganização do sistema financeiro nacional, que foi corporificada principalmente em dois atos normativos.

O primeiro deles é a Lei de Reforma Bancária (Lei nº 4.595, de 1964), que criou o CMN e o BACEN. A segunda das normas que corporificaram a tentativa do regime militar de reorganizar o sistema financeiro nacional consiste na Lei de Reforma do Mercado de Capitais (Lei nº 4.728, de 1965), que contemplava medidas visando ao desenvolvimento tanto do mercado de crédito de longo prazo quanto do mercado de valores mobiliários (este que, à época, também foi submetido à fiscalização do Banco Central.

A forma legal de constituição dos fundos de investimento no Brasil foi intensamente debatida durante o curto processo legislativo do Projeto de Lei nº 2.732, de 1965 (designado no Senado Federal como PLC nº 104/1965), que desaguou na Lei do Mercado de Capitais[402]. E isso a despeito desse processo ter durado apenas seis meses. [403]

Nesse momento, é cediço que havia, por parte do Poder Executivo – responsável por enviar referido Projeto para debate no Congresso Nacional –, uma clara preferência a que os fundos de investimento brasileiros assumissem a forma societária, ao contrário da conformação condominial que, já àquele tempo, então predominava. Não é possível extrair justificativas para tanto da breve exposição de motivos que acompanhou o referido Projeto, porém é possível inferir que se tratava de uma tentativa de importar para o Direito brasileiro o que ocorria no mercado norte-americano, clara e principal inspiração dos responsáveis por formular o anteprojeto.[404]

---

[401] Cf. CEPAL. Ob. Cot., p. 15.

[402] Cf. BECKER. Op. Cit., pp. 149-150.

[403] Cf. DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *Seis meses em 1965: A Lei nº 4.728, a Extinção dos Corretores de Fundos Públicos e a Fundação do Moderno Mercado de Capitais*. Versão de 27.2.2020. Disponível em: <https://5ad2dfdf-fdcf-4d2e-bad8-f0771e6e8846.filesusr.com/ugd/b5264b_2b8c6a38ee014db28b8e65edec169445.pdf. Acesso em: 16.2.2021.

[404] Nesse sentido, Marcos Galileu Lorena Dutra registra o seguinte: "[p]*ara a elaboração do Anteprojeto da Lei do Mercado de Capitais o modelo americano foi a grande inspiração para a nova estrutura de mercado. Uma*

Alguns dispositivos contidos naquele Projeto corroboram a preferência do Poder Executivo pela forma societária. De um lado, os arts. 44 a 47 do Projeto, que possuíam redação muito similar a que veio a ser a final (cf. arts. 45 a 48 da Lei do Mercado de Capitais), previam, em clara tentativa de superar um dos consolidados obstáculos ao uso da figura societária para a estruturação de fundos de investimento, a possibilidade de as sociedades anônimas possuírem capital autorizado (o qual poderia, assim, ser aumentado ou diminuído independentemente de sua respectiva subscrição) e de estas poderem recomprar suas ações. Ainda assim, cabe dizer, as alterações propostas no Projeto (e que depois foram promulgadas no texto da Lei do Mercado de Capitais) não seriam, mesmo em tese, como de fato não o foram, suficientes para levar ao abandono do uso do instituto do condomínio para a organização de fundos de investimento.[405]

De outro lado, o art. 49 do Projeto previa que os fundos em condomínio de títulos e valores mobiliários deveriam ser mandatoriamente convertidos em sociedades anônimas de capital autorizado dentro do prazo de um ano, prorrogável por igual período a critério do BACEN. O dispositivo isentava tal "transformação" de encargos fiscais; e o seu parágrafo único estabelecia que esses fundos estruturados como sociedades anônimas poderiam "contratar com outra companhia de investimentos a administração de sua carteira de investimentos", desde que observadas as normas que seriam emitidas pelo CMN. Em outras palavras, apesar da demonstrada preferência pela forma societária, poderia ser mantida a quebra da unidade entre o instrumento fundo (necessariamente uma sociedade anônima de acordo com o desejado pelos autores do Projeto) e a pessoa jurídica responsável por sua administração.

Ocorre, porém, que a ideia de conversibilidade mandatória foi rechaçada durante o trâmite legislativo do Projeto. Na Câmara dos Deputados, o Projeto tramitou por três Comissões (Comissão de Constituição e Justiça, Comissão de Economia e Comissão de Finanças, respectivamente), porém em apenas duas delas o tema da roupagem jurídica dos fundos de investimento foi objeto de discussão mais aprofundada. Assim, na Comissão de Economia, o relator, Deputado Floriano Rubin, manifestou-se contrariamente à proposta de se forçar a conversão dos fundos em condomínio em sociedades anônimas, especialmente considerando que a legislação fiscal ainda não seria muito clara sobre sua tributação, obstáculo que

---

portaria do Ministério da Fazenda de 10 de dezembro de 1964 designou um grupo de trabalho com oito membros, composto tanto por profissionais do setor público quanto privado (inclusive os presidentes das bolsas de São Paulo e do Rio de Janeiro e o diretor da Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC, dentre outros). Segundo depoimento do advogado José Luiz Bulhões Pedreira, que teve a responsabilidade de dar forma final às propostas resultantes da discussão da comissão com o ministério, "90% das propostas" foram aceitas pelo governo e posteriormente enviadas ao Congresso". Cf. Ibid., pp. 1-2.

[405] Cf. ALONSO. Op. Cit., p. 234

possivelmente não seria superado com brevidade. Por isso, entendeu o relator que seria mais adequado tornar tal conversão apenas uma faculdade, não mais uma obrigação.

Três emendas apresentadas ao Projeto e que tratavam dos fundos de investimento receberam manifestação favorável na Comissão de Economia, gerando, em grande medida, o texto que veio a estar presente na Lei do Mercado de Capitais. A primeira (Emenda nº 18) alterava o caput do art. 48 do Projeto (art. 49 na Lei do Mercado de Capitais), uma vez que, tal como escrito, apenas sujeitava à prévia autorização do BACEN o funcionamento dos fundos de investimento fechados (isto é, estruturados como sociedades de investimento)[406]. A segunda emenda (de nº 19) teve por objetivo ampliar o escopo dos poderes do CMN quanto à fixação de normas sobre resgate, de modo a incluir também o resgate de cotas em fundos constituídos como condomínio, forma jurídica adotada por "todos os fundos operando no território nacional", de acordo com o relator do Projeto na Comissão de Economia. Por fim, a Emenda nº 20 tratava diretamente da conversão dos fundos em condomínio em sociedades anônimas.

Vale transcrever a justificativa dada pelo relator para rejeitar a proposição original do Poder Executivo ao submeter o Projeto ao Congresso Nacional:

> **A convenção proposta na mensagem do executivo, embora em seus objetivos finais vise dar uma proteção maior ao cotista do atual fundo em condomínio, parece-nos, entretanto, e principalmente devido às disposições tributárias ora vigentes, que em caráter compulsório mais funciona como fator desestimulante para o crescimento dêsse instrumento tão importante para o mercado de capitais.** O Fundo, se transformado em sociedade anônima, ver-se-ia sobrecarregado com o ônus dos vários impostos que incidem sobre aquelas sociedades, o que prejudicaria diretamente o cotista, então transformado em acionista.
>
> **A impossibilidade de adaptação imediata do sistema tributário para as necessidades do Fundo constituído sob a forma de sociedade anônima de capital autorizado torna impraticável a transformação dos atuais Fundos em condomínio neste tipo de sociedade**. A ser aprovada tal medida, êstes fundos se veriam na contingência de liquidar seus acervos jogando nas Bôlsas de Valôres uma massa absorvível de ações que redundaria num colapso inevitável do mercado, acarretando prejuízo a milhares de acionistas e cotistas. Consideramos louvável, entretanto, na medida proposta, a necessidade de se dar aos condôminos o direito de serem ouvidos na aprovação das contas apresentadas pelos administradores do Fundo, bem como a exigência de auditoria independente. Daí, evoluirmos para a emenda ora proposta. (negritos nossos)

[406]A emenda, assim, buscou ampliar o escopo do dispositivo para também incluir a sociedade de investimento "prestadora de serviços", ou seja, aquela responsável pela administração de fundos abertos em condomínio e de carteiras de investimento.

Apesar de não terem sido apresentadas justificativas explícitas para tanto, o substitutivo apresentado pela Comissão de Finanças retomou a obrigatoriedade de conversão dos fundos em condomínio em sociedades anônimas, tal como proposto originalmente pelo Poder Executivo. Referida Comissão também acrescentou que um fundo poderia – e não mais deveria, como havia sido definido pela Comissão de Economia – contratar uma sociedade de investimentos para administrar sua carteira, sendo que tal companhia deveria passar a ter, obrigatoriamente, um Conselho Deliberativo com no mínimo 12 (doze) membros, dos quais um terço seria escolhido por seus clientes (os fundos), com voto proporcional aos valores postos à administração por aquela companhia de investimentos.

No entanto, o substitutivo aprovado em plenário foi aquele apresentado pela Comissão de Economia. No Senado Federal, o texto aprovado pela Câmara recebeu 57 emendas, dentre as quais, três relacionadas a fundos de investimento, no entanto, nenhuma delas dizia respeito à sua conformação jurídica. Também as Comissões da Câmara dos Deputados que discutiram o Projeto, tal como emendado pelo Senado, não adentraram no assunto. Recebido seu texto final e enviado à sanção presidencial, foram apostos vetos em cinco pontos, um deles relacionados aos fundos de investimento, porém, não à sua roupagem jurídica, mas, sim, à possibilidade de emissão de certificados de investimento ao portador, que foi vetado por razões tributárias. E todos os vetos presidenciais foram posteriormente mantidos pelo Congresso Nacional.

O exame do processo legislativo da Lei do Mercado de Capitais, no que importa para os fins desse trabalho, permite chegar a três conclusões. A primeira é que, embora não expressamente declarado, o principal objetivo do Poder Executivo ao propor a conversão mandatória dos fundos em condomínio em sociedades anônimas foi o de aumentar a proteção dos investidores desses veículos. Com efeito, é de se notar que, até então, inexistiam regras prevendo a realização de assembleias gerais dos referidos fundos para votar as contas elaboradas pelas sociedades responsáveis por administrar tais veículos, tampouco suas demonstrações financeiras, as quais também não estavam legalmente sujeitas à análise de um auditor independente. O que se buscava, assim, era colocar os fundos de investimento sob a égide das normas societárias, mais detalhadas e rigorosas do que aquelas aplicáveis aos condomínios e, por consequência, aos fundos de investimento assim estruturados.

A segunda conclusão é a que, ao tempo do trâmite do Projeto que culminou na Lei do Mercado de Capitais, o uso do instituto do condomínio para estruturar os fundos de investimento era tão prevalecente na realidade brasileira que se entendia que sequer mais existiam fundos organizados de formas distintas. Ainda que em princípio não seja possível

confirmar essa assertiva, ela serve para bem ilustrar como o modelo condominial passou a ser a regra no Brasil pouco menos de 10 anos depois do surgimento do Fundo Crescinco, em 1957.

Por fim, a última conclusão, já perceptível desde a gênese da indústria de fundos de investimento no Brasil, é que o aspecto tributário talvez tenha sido, senão o principal, um dos mais importantes fatores que influenciaram na moldagem do modelo brasileiro de fundos de investimento ao redor do instituto do condomínio. Isso porque, como citado, a tributação foi fundamental para a escolha da figura jurídica do condomínio para estruturar o Fundo Crescinco; esteve em discussão ao longo do processo legislativo da reforma tributária operada em 1958; e, finalmente, consistiu na razão primordial para a rejeição, pelo Congresso Nacional, da proposta do regime militar de forçar a conversão de todos os fundos em sociedades anônimas.

Até esse ponto, o que se sabe é que a opção pelo modelo condominial não havia sido objeto de uma decisão pensada e deliberada por se entender que este seria o modelo mais adequado e hígido para a estruturação dos fundos no Brasil, mas, sim, uma mera consequência de um engenhoso expediente encontrado para escapar a um regime tributário que não lidava apropriadamente com o tema. Por isso, ao tempo em que foram proferidas, parecem acertadas as palavras de Peter Ashton, ditas em 1965, para quem "o que atualmente existe é improvisação pouco recomendável, mero expediente para evitar a tributação do fundo pelo imposto de renda, pois como condomínio o fundo não tem personalidade jurídica".[407]

Mas, se isso é verdadeiro, também é preciso destacar que, pouco tempo depois, o instituto do condomínio foi deliberadamente escolhido pelos reguladores para dar forma jurídica aos fundos de investimento no regime brasileiro – ainda que não seja possível ter certeza sobre os motivos que levaram a essa escolha, como se destacará adiante.

3.2.5 Deliberada escolha pelo modelo condominial

A fim de estimular o mercado de capitais, o regime militar passou a adotar diversas medidas para lhe direcionar recursos, o que foi feito especialmente por meio da concessão de incentivos fiscais. O ápice desse conjunto de medidas, como se sabe, foi trazido por meio do Decreto-Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, que trata dos chamados "Fundos Fiscais" ou, como são mais conhecidos atualmente, dos "Fundos 157".[408] Referida norma permitiu que os

[407] Cf. ASHTON. Op. Cit. (1968), p. 30.
[408] Os Fundos 157 consistiram em uma tentativa não apenas de estimular o mercado de capitais, mas também de criar um mercado de investidores institucionais no Brasil. Nesse sentido, v. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. "Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964". In:

contribuintes abatessem uma parte do imposto de renda que deveriam recolher ao aplicarem tais recursos em cotas dos Fundos Fiscais, cuja carteira, nos termos da legislação, deveria ser composta por ações e debêntures de emissão de empresas brasileiras. Em pouco tempo, os Fundos 157 se tornaram os mais importantes investidores institucionais do mercado brasileiro.

Como consequência desses incentivos e de outras medidas então adotadas, no final dos anos 1960 e, em especial, a partir de 1969, o mercado acionário passou a atingir níveis nunca observados na história brasileira, com uma participação crescente de investidores pessoas físicas. Ney Carvalho relata como, naquele momento, o *boom* do mercado de capitais se tornou um assunto cada vez mais comum a diversas classes, influenciando até mesmo nos costumes e na cultura da época.[409] Mas, como se sabe, o movimento de alta crescente foi encerrado pouco tempo depois, quando, em meados de 1971, a bolha especulativa chegou ao seu fim.

Os jornais relatam a existência de uma certa euforia também com as perspectivas da indústria de fundos de investimento para o ano de 1970 e, ao mesmo tempo, um aumento da preocupação do governo com o aumento do número de fundos. Nesse sentido, nota publicada pelo Jornal do Brasil em janeiro daquele ano afirma ser "previsível acreditar que 1970 será o ano dos fundos mútuos de investimento, inclusive com uma grande proliferação de novos", de modo que, caso confirmada tal previsão, "os fundos assumirão, a partir dêste ano, um papel predominante no conjunto do mercado"[410]. Tal nota, porém, chama a atenção para um episódio bastante revelador da situação do mercado à época: a alta, em apenas um dia da primeira semana do ano, de nada menos do que 38,5% na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, movimento em grande medida creditado à atuação dos fundos de investimento.

Diante das expectativas para a indústria de fundos no início do referido ano, não é de se estranhar que, poucos dias depois, mais precisamente em 28 de janeiro de 1970, o Conselho Monetário Nacional tenha decidido baixar a Resolução nº 131, com apenas dois itens: o primeiro estipulava que, a partir daquela data, a constituição de Fundos Mútuos de Investimentos passaria a depender da autorização prévia do Banco Central, enquanto o segundo determinou que ficaria vedada a criação de novos Fundos Mútuos de Investimentos no país até que fossem editadas pelo BACEN as instruções sobre sua constituição e funcionamento.

Antes dessa norma, como anteriormente mencionado, apenas o funcionamento das sociedades de crédito, financiamento e investimento era condicionado à autorização prévia do

---

LIMA, Maria Lucia L. M. Pádua. (Org.). *Agenda Contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2012, v. II, pp. 189-235.

[409] Cf. CARVALHO. Op. Cit., pp. 199-206.

[410] Cf. *Investidor Ainda Não Escolheu Seu Caminho.* Jornal do Brasil (RJ), edição de 11.1.1970, p. 32.

Banco Central, exigência que não se aplicava aos fundos de investimento constituídos por elas. Isso significa dizer que as financeiras, observados os critérios – bem pouco detalhados – previstos na regulamentação então vigente, eram livres para constituir novos fundos sempre que quisessem, inexistindo a obrigação de obter previamente o registro do fundo em si.

Segundo declarações de integrantes do BACEN veiculadas naquele momento na mídia impressa, a drástica medida consubstanciada na Resolução nº 131, de 1971, foi tomada pelo temor do regime militar de que os fundos de investimento proliferassem desordenadamente antes da elaboração de uma regulamentação mais hígida sobre o tema.[411] Ao menos publicamente, essa deliberação foi apoiada pelas entidades representativas do setor, que viam no rápido aumento da quantidade de fundos no país um risco para a credibilidade da indústria e para o investidor, bem como um tipo de concorrência desleal, pois muitos dos novos fundos não atingiam um capital minimamente razoável à sua manutenção[412].

A partir desse momento, iniciou-se um intenso trabalho para a elaboração da nova regulamentação dos fundos de investimento no Brasil. Inicialmente, a então Gerência de Mercado de Capitais do BACEN, elaborou uma minuta inicial que foi então dividida com diversas entidades do setor. Com base nessa primeira versão, considerada excelente do ponto de vista técnico, tais entidades iniciaram uma série de debates com o objetivo de aperfeiçoar a norma, entre si e com representantes do Banco Central[413]. A mídia destacava que se pleiteava uma maior flexibilidade para as regras, notadamente em relação aos limites de composição da carteira desses fundos, bem como a respeito de quais ativos poderiam ser por eles adquiridos[414]. Após entregarem uma versão consolidada de sua sugestão e realizadas inúmeras reuniões com o BACEN, muitas delas com o próprio presidente do regulador, este e as entidades chegaram a um consenso sobre os pontos mais difíceis, em março de 1970.[415]

O resultado desse processo de discussão foi finalmente refletido na Resolução CMN nº 145, de 1970, que disciplinou a constituição e o funcionamento dos Fundos Mútuos de Investimento. Essa regra é a matriz normativa a partir da qual se desenvolveu toda a regulamentação da indústria brasileira de fundos de investimento – ainda que tal Resolução, a

---

411 Cf. *Crescimento Será Maior*. O Estado de São Paulo, edição de 29.1.1970, p. 34.
412 Ibidem.
413 Cf. *Empresários Querem Novos Títulos em Fundos Mútuos*. Jornal do Brasil, edição de 26.2.1970, p. 45.
414 Cf. *Os Fundos de Investimento Devem Ter 50% de Ações*. O Estado de São Paulo, edição de 8.3.1970, p. 62.
415 Relatando essas reuniões finais, reportagem do Jornal do Brasil destaca que: "[o]*s participantes desses entendimentos acreditam que o trabalho a ser oficializado representará efetivamente um importante impulso no sentido do desenvolvimento dos fundos e que estes terão crescente influência no crescimento do mercado de ações no país*". Cf. *Fundos Aplicam 60% das Carteiras em Ações*. Jornal do Brasil (RJ), edição de de 12.3.1970, p. 19.

bem da verdade, somente se aplicasse aos fundos abertos, e não aos poucos fundos fechados ainda existentes na realidade brasileira, uma decisão que foi tomada deliberadamente.[416]

Nesse ponto, o importante é destacar que, nos termos da Resolução CMN nº 145, de 1970, os Fundos Mútuos de Investimento deveriam ser necessariamente constituídos sob a forma jurídica de condomínios abertos[417]. Em outras palavras, em que pese o caminho aberto pela Lei do Mercado de Capitais, vedou-se definitivamente a constituição de fundos abertos como sociedades anônimas e, também, como sociedades em conta de participação.

A escolha pela figura jurídica do condomínio para a conformação dos fundos de investimento abertos no Brasil foi uma escolha deliberada do Conselho Monetário Nacional. Pode-se fazer tal afirmativa porque ela consta expressamente do relatório anual de atividades do BACEN relativo ao ano de 1970. Desse documento, extrai-se o seguinte excerto:

> O ano de 1970 foi marcado por importantes medidas tomadas no âmbito do mercado de capitais, evidenciando-se aquelas relativas aos Fundos Fiscais e aos Fundos Mútuos de Investimento. A Resolução 131, de 28-1-1970, estabelece a autorização prévia do Banco Central para o funcionamento de novos Fundos Mútuos e a Resolução nº 145 de 14-4-1970, ao baixar normas definitivas sobre o funcionamento dessas entidades, deu a medida de sua importância como investidores institucionais, no mercado de ações. **O condomínio aberto foi escolhido como forma adequada de organização dos Fundos Mútuos e sua administração foi atribuída exclusivamente a Bancos de Investimento, Sociedades Corretoras e Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimentos, estas últimas submetidas a certas limitações de capital**.[418] (negritos nossos)

Por outro lado, não foram encontradas explicações oficiais sobre os motivos que levaram a tal escolha. Da mesma maneira, as reportagens divulgadas nos jornais da época consultados para esta pesquisa tampouco revelam qual teria sido seu fundamento. Na realidade, apesar de inúmeras matérias elencarem quais eram os principais assuntos e divergências então debatidos entre as entidades do setor e o Banco Central, nenhuma delas relata, em contexto algum, a existência de debates a respeito da forma jurídica que teriam de assumir os fundos de investimento a serem normatizados pela vindoura regulamentação. O assunto não parece ter sido objeto de qualquer questionamento por parte das entidades representativas do setor.

---

[416] Ibidem.

[417] Por meio da Resolução CMN nº 145, de 1970, o Conselho Monetário Nacional resolveu o seguinte: "[a]*provar o Regulamento anexo, que regerá a constituição e o funcionamento dos Fundos Mútuos de Investimento, sob a forma de condomínio aberto, de acordo com a Resolução nº 131, de 28.1.1970*".

[418] Trecho reproduzido em: Jornal do Commercio (RJ), edição de 29.7.1971, p. 8.

Por isso, não é possível precisar o fundamento dessa opção pelo modelo condominial para a estruturação dos fundos abertos de investimento. Contudo, é possível levantar algumas hipóteses, em especial, a de que se tratou de um movimento quase inercial – ou, dito de outro modo, de dependência da trajetória ("*path dependence*"). Isso porque, como naquele momento os fundos abertos constituídos como condomínios eram majoritariamente predominantes na realidade brasileira – para não se dizer que se tratava da única forma jurídica então utilizada, como se aventou durante as discussões do projeto da Lei do Mercado de Capitais –, não haveria motivos para que outra opção fosse adotada, afinal, as autoridades, os administradores de fundos e os próprios investidores já estavam acostumados a tal solução.

Ao mesmo tempo, em que pese a tentativa da Lei do Mercado de Capitais, os empecilhos jurídicos para a utilização do instituto das sociedades anônimas ainda não haviam sido plenamente superados, notadamente os de natureza tributária. Dito de outro modo, aparentemente não havia razões práticas, tampouco jurídicas, para se modificar um quadro tão consolidado do uso do instituto do condomínio para a estruturação de fundos de investimento.

Mesmo assim, diante das lacunas então presentes no regime jurídico dos condomínios, muitos dos requisitos para o funcionamento dos fundos de investimento assim estruturados foram equiparados, por meio da nova norma, àqueles presentes nas companhias. Com efeito, de acordo com declarações dadas pelo então presidente do Banco Central à imprensa, a maior vantagem da Resolução CMN nº 145, de 1970, para o investidor seria justamente a possibilidade de sua participação das decisões do fundo por meio de assembleias gerais, à semelhança do que ocorria com as sociedades anônimas, além de uma maior segurança.[419]

Apesar de o modelo condominial ter sido formalmente adotado, ele foi substancialmente modificado e propositadamente aproximado do modelo societário. E aí está, talvez, a gênese das discussões sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento no Direito brasileiro.

---

[419] Cabe transcrever trecho de reportagem da época: "*O Sr. Ernane Galvêas, presidente do Banco Central, ao divulgar, ontem, a Resolução nº 145, que trata da regulamentação dos Fundos Mútuos de Investimento, disse que a medida colocará os Fundos, que são os mais importantes investidores institucionais, a serviço do mercado de ações. E acrescentou que a filosofia da regulamentação é o disciplinamento das Bolsas de Valores.*
Revelou, ainda, que o total atualmente empregado nos Fundos de Investimento se eleva a NCr$ 800 milhões e, que a regulamentação trará como maior vantagem ao investidor a sua participação nas decisões tomadas em assembleias, à semelhança das sociedades anônimas.
O Sr. Ernane Galvêas (.) lembrou que não havia nenhuma regulamentação sobre Fundos de Investimento, o que expunha os investidores e administradores à insegurança, e que de agora em diante a constituição de novos fundos vai obedecer à autorização prévia do Banco Central, uma vez atendidas as condições fundamentais ditadas pela Resolução nº. 145". Cf. *Investidores Passam a Tomar Parte nas Decisões dos Fundos*. O Globo, edição de 18.4.1970.

3.2.6 Consolidação do modelo condominial

A partir da Resolução CMN nº 145, de 1970, os fundos de investimento condominiais se tornaram a regra no Direito brasileiro, não apenas para a estruturação de fundos de investimento abertos – que está na origem de seu uso –, mas, também, de fundos fechados.[420] Esse modelo permaneceu praticamente indisputado ao longo dos anos. Não sem motivos, portanto, os fundos passaram a ser quase sempre referidos nas normas que regem o setor como uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio.[421]

O regime condominial instituído com a Resolução CMN nº 145, de 1970, passou também a ser observado nas regras da Comissão de Valores Mobiliários, criada pela Lei nº 6.385, de 1976, em linha com as competências que lhe eram paulatinamente outorgadas pelo CMN. Por exemplo, sob a égide da Resolução CMN nº 1.806, de 1991, a autarquia emitiu a Instrução CVM nº 141, de 1991, a respeito da constituição, funcionamento e administração dos Fundos Mútuos de Privatização – Certificados de Privatização. Ao seu turno, com base na Resolução CMN nº 1.787, 1991, que a autorizou a editar as normas e adotar as medidas que entender necessárias relativamente à constituição e ao funcionamento dos Fundos Mútuos de Ações, o regulador editou, dentre outras, as Instruções CVM nº 148, 177, 215, e 302, de 1991, 1992, 1994 e 1999, respectivamente. Todas essas normas têm em comum o fato de se referirem aos fundos de investimento como condomínios, fossem eles abertos ou fechados.

Diante de sua flexibilidade e capacidade de adaptação comparativamente a estruturas mais rígidas, como as de natureza societária, os fundos de investimento constituídos como condomínios também passaram a ser frequentemente utilizados para adaptar para a realidade brasileira instrumentos existentes em outros países sob outras formas jurídicas, em especial, com o objetivo de desenvolvimento de setores econômicos específicos.

Dois são os exemplos mais notórios que ajudam a ilustrar essa afirmativa.[422] O primeiro deles reside nos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), criados pela Lei nº 8.668, de 1993,

---

[420] A grande e talvez única exceção são as anteriormente mencionadas sociedades de investimento estrangeiro do Decreto-Lei nº 1.401, de 1975, normatizadas pela Resolução CMN nº1289, de 1987.

[421] Isso ocorreu, por exemplo, na Resolução CMN nº 1.022, de 1985, que disciplinou o tratamento dos fundos mútuos de investimento; na Resolução CMN nº 1.280, sobre fundos mútuos de investimento, bem como na Resolução CMN nº 1.286, sobre fundos mútuos de renda fixa, ambas de 1987. A referência ao modelo condominial também esteve presente em normas baixadas diretamente pelo Banco Central do Brasil – BACEN quando recebia tal delegação, como na Circular BACEN nº 1903, de 1991, sobre fundos de aplicação financeira; na Circular BACEN nº 2.205, de 1992, que dispôs sobre os fundos de *commodities*; e na Circular BACEN nº 2.584, de 1985, substituída, no mesmo ano, pela Circular BACEN nº 2.616, ambas sobre os fundos de investimento financeiro e fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento financeiro.

[422] Um terceiro exemplo, muito recente, são os chamados Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro), criados pela Lei nº 14.130, de 29.5.2021 e submetidos ao regime provisório instituído pela Resolução CVM nº 39, de 13.7.2021 e com vigência a partir de 1.8.2021.

e inicialmente regulamentados pelas Instruções CVM nº 205 e 206, de 1994, os quais foram incorporados ao cenário brasileiro para estimular os investimentos no setor de construção civil. A edição dessa lei foi necessária para tratar da limitação de responsabilidade dos cotistas e para lidar com questões relacionadas à propriedade dos ativos do fundo.

Durante o processo legislativo que culminou na referida lei, conforme estudo conduzido por Luciana Dias e Maria Clara Troncoso, outros modelos foram considerados viáveis, inclusive a forma societária. Ainda assim, optou-se pela estruturação dos vindouros Fundos Imobiliários como condomínios, a despeito das diversas adaptações que tiveram de ser inseridas na legislação para viabilizar tal escolha. Para as autoras, sem prejuízo das explicações dadas à época, essa decisão em grande medida pode ser explicada como uma maneira de manter a tradição já existente em relação à constituição de fundos como condomínios.[423]

O segundo exemplo são os fundos de *private equity* e *venture capital*, modalidade de investimento de médio a longo prazo que envolve a aquisição de participação em empresas – geralmente sociedades limitadas ou companhias de capital fechado – que possuem alto potencial de crescimento e rentabilidade, com o principal objetivo de agregar valor às sociedades investidas por meio da influência na gestão de seus negócios, visando à posterior obtenção de retornos quando do desinvestimento.

No princípio, esses fundos eram estruturados no país como sociedades anônimas, o que gerava ineficiências decorrentes tanto da submissão dos investidores ao regime societário (inclusive em seus aspectos tributários) quanto da ausência de segregação jurídica entre o veículo e o responsável por sua administração, presente em regimes como o norte-americano. Para suprir tais lacunas e fomentar o *private equity* e *venture capital* no Brasil, foi editada, em 1994, a Instrução CVM nº 209, versando sobre o Fundo Mútuo em Empresas Emergentes, estruturado como um condomínio fechado. Esse regime foi posteriormente repetido na Instrução CVM nº 391, de 2003 e, atualmente, está consolidado na Instrução CVM nº 578, de 2016.

O uso sistemático do modelo condominial para a estruturação jurídica dos fundos de investimento no Direito brasileiro foi mantido mesmo após a CVM ter deixado de dividir a competência para disciplinar os fundos de investimento com o Banco Central. Até o advento da Medida Provisória nº 1.637, de 1998, reeditada sucessivas vezes até ser convertida na Lei nº 10.198, de 2001, a legislação brasileira seguia o chamado sistema europeu para a definição de

[423] Cf. DIAS, Luciana; TRONCOSO, Maria Clara. *Panorama dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil*. In: HANSZMANN, Felipe (Org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 251.

valor mobiliário, com um rol taxativo – especialmente no art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976 – dos ativos que se enquadravam nesse conceito e cujos emissores, assim, estavam sob a jurisdição da Comissão de Valores Mobiliários.

Por isso, historicamente, os fundos de investimento eram distintamente regulados a depender, principalmente, de sua política de investimentos: se voltado à aplicação de seus recursos em valores mobiliários, entendia-se que o fundo estava sob a jurisdição da CVM; do contrário, ele deveria seguir as normas emitidas pelo BACEN. Isso porque as cotas de fundos que aplicavam seus recursos em valores mobiliários eram também consideradas como tal e, portanto, sua emissão estava submetida à competência do primeiro regulador. O ápice dessa segregação, que inclusive ajudou a demonstrar sua relativa artificialidade e a quase inexistência de resultado prático nessa divisão, se deu no início dos anos 2000, quando os fundos regulados pelo Banco Central foram autorizados a investir até 49% de seu patrimônio em papéis de renda variável e os fundos de investimento regulados pela CVM, até 49% em renda fixa.[424]

Com inspiração no sistema norte-americano, aquela Medida Provisória de nº 1.637, editada em 1998, introduziu no arcabouço legal brasileiro o conceito instrumental de título ou contrato de investimento coletivo, entendido como um valor mobiliário quando ofertado publicamente. A partir de então, qualquer ativo que se subsumisse ao genérico conceito de título ou contrato de investimento coletivo, se distribuído ao público, seria considerado um valor mobiliário, atraindo seu emissor para a esfera regulatória da Comissão de Valores Mobiliários.

O movimento de ampliação do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro naturalmente suscitou diversos questionamentos sobre o seu alcance. Especificamente em relação aos fundos de investimento, pairavam dúvidas se as cotas de quaisquer fundos ofertados publicamente se enquadrariam ao novo conceito de valor mobiliário previsto na legislação, indagação que, se respondida afirmativamente, atrairia para dentro da esfera de competência da Comissão de Valores Mobiliários a regulação sobre tais veículos.[425] A questão foi pacificada pela Lei nº 10.303, de 2001, que alterou a lista de valores mobiliários antes contida no art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, a ela acrescentando, dentre outros: (i) as cotas de fundos em valores mobiliários; e (ii) os títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente.

Diante desse novo quadro normativo, a CVM e o BACEN divulgaram a Decisão-Conjunta nº 10, em 2002, firmando o entendimento de que, a partir da reforma legislativa do ano anterior, os fundos antes regulados pelo Banco Central deveriam passar aos cuidados da

---

[424] Cf. Instrução CVM nº 303, de 1999; e Circular BACEN nº 2.958, de 2000.

[425] Cf. PERRICONE, Sheila. *Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores.* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 11, jan./mar./2001, pp. 80-101.

CVM. Para permitir uma adequada transição dos fundos entre os reguladores, além da celebração de um convênio entre as instituições para a transferência de dados e informações, definiu-se que as normas até então editadas pelo BACEN valeriam até que fosse emitida uma norma também aplicável aos fundos que foram transferidos para a competência da CVM.[426]

Essa concentração da competência para a regulação dos fundos não fez a CVM se desviar das linhas mestras já traçadas. Pelo contrário, a autarquia acabou por consolidar o regime jurídico inaugurado notadamente por meio da Resolução CMN nº 145, de 1970.

Assim sendo, em 18 de agosto de 2004, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários aprovou a edição da Instrução CVM nº 409, que passou a constituir o regime jurídico geral aplicável a todos os fundos de investimento registrados na autarquia, observadas, se existentes, as normas contidas nas Instruções específicas regentes desses fundos[427]. E essa norma, mais uma vez, consagrou a figura condominial dos fundos de investimento, no que foi repetido por sua sucessora, a ora vigente Instrução CVM nº 555, de 2014.

Em resumo, mesmo com o imenso debate doutrinário, e sem prejuízo dos recentes desafios enfrentados pelo modelo condominial, o fato é que o instituto jurídico do condomínio, ao longo de quase meio século, foi consagrado pelas circunstâncias como sendo o mais adequado para a estruturação desses veículos no regime brasileiro. Por esse motivo, não é de se estranhar que o legislador, por meio da Lei de Liberdade Econômica, de 2019, ao instituir, com a reforma do Código Civil, um regime jurídico geral para os fundos em nível de lei em sentido estrito, tenha optado por manter a tradição de conceituar a natureza jurídica dos fundos como sendo condomínios, ainda que com a ressalva de que possuem natureza especial.

3.3 Rearranjo estrutural da indústria brasileira de fundos

Naturalmente, a figura jurídica utilizada para dar formato aos fundos de investimento ao menos desde meados da década de 1950 – o condomínio – acabou por delimitar o perímetro

[426] Reforçando sua competência, a Comissão de Valores Mobiliários ainda divulgou a Deliberação CVM nº 461, de 2003, consignando que "a partir desta nova definição de valor mobiliário, a CVM passou a regular e fiscalizar os fundos de investimento financeiro, os fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento e os fundos de investimento no exterior que eram regulados pelo Banco Central do Brasil".

[427] Em seu texto original, o parágrafo único do art. 1º da Instrução CVM nº 409, de 2004, elencava diversos tipos de fundos que não estariam sujeitos a tal norma. No entanto, por meio da reforma implementada em 2007 pela Instrução CVM nº 456, foi introduzido o art. 119-A no texto daquela Instrução, estabelecendo que ela era aplicável a todo e qualquer fundo de investimento registrado na CVM, no que não contrariasse as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos.

dentro do qual as normas infralegais poderiam regulamentar o instituto, em especial, no que se refere à responsabilidade legal pelas atividades relacionadas ao seu funcionamento.

A característica de protagonismo do administrador, assim, sempre esteve presente no modelo de fundos de investimento brasileiro. Ela pode ser resgatada desde o regulamento do Fundo Crescinco, tendo sido refletida em inúmeros regramentos desde então. Com exceção de pequenas modificações, não houve grandes variações ao longo do tempo sobre como as normas se referem à administração dos fundos. Ao contrário, essas disposições permaneceram quase inalteradas nas normas que regularam esses veículos, fossem esses fundos abertos ou fechados, fossem tais normas emitidas pelo CMN, pelo BACEN ou pela CVM.

Ocorre, porém, que se é verdade que o instituto do condomínio leva a crer que a administração do fundo deveria ser realizada por uma única instituição, também é verdadeiro que isso, por si só, não impediu que o fenômeno da especialização de serviços também ocorresse no cenário brasileiro. Aqui, assim como em âmbito internacional, o movimento de especialização na indústria de fundos também pode ser explicado como resposta a demandas regulatórias e de demandas de mercado.[428] Embora seja um fenômeno dinâmico e, por isso, seja impossível, ou ao menos muito difícil, mapear todas as circunstâncias que o ensejaram, algumas delas são conjunturais e, assim, podem ajudar a explicá-lo.

3.3.1 Motores da especialização no setor de fundos brasileiro

Ao menos desde a década de 1970, como resposta à crise desencadeada com o estouro da bolha especulativa de 1971 e visando ao saneamento do mercado, as autoridades brasileiras, optaram por estimular a criação de fortes conglomerados financeiros no país. Assim, as sociedades de investimento, que até então concentravam a atividade de administração de fundos no Brasil, passaram a estar sujeitas a regras de capital mínimo bastante rígidas, o que, dentre outros fatores, naturalmente acarretou a consolidação desse mercado e, ainda, à sua integração aos conglomerados que estavam sendo formados à época, com o estímulo governamental.

O resultado dessa política pública, especificamente em relação ao setor de fundos de investimento, foi a migração de sua administração para bancos de investimento e outras

[428] A propósito, Marina Copola explica que: "[a] necessidade de contratação de outros serviços pelo administrador do fundo em nome deste decorre da própria racionalidade do desempenho de qualquer atividade econômica mais complexa: com o refinamento do mercado, surgem novas especializações e atividades que, muitas vezes, eram originariamente combinadas, mas que se diferenciam. O § 2º do art. 78 relaciona os serviços especializados que o administrador pode contratar, referindo expressamente, dentre outros, a gestão da carteira do fundo". Cf. COPOLA, Marina. Op. Cit., pp. 354-355.

instituições ligadas a conglomerados financeiros. E, com a autorização do funcionamento dos chamados bancos múltiplos, estes naturalmente se tornaram os principais administradores de fundos no Brasil. Essa realidade se mantém verdadeira até os dias atuais.

A concentração bancária decorrente do estímulo à formação de conglomerados, portanto, tem forte influência sobre a conformação do setor de fundos brasileiro. Ao menos desde a década de 1970 os fundos de investimento passaram a ser concebidos como produtos distribuídos por conglomerados financeiros aos seus clientes, de modo que uma mesma instituição financeira, ou instituições distintas, porém relacionadas, exerciam todas as atividades necessárias ao funcionamento do fundo de investimento. Isto é, a estrutura da indústria de fundos de investimento passa a ser organizada a partir de uma conformação bancocêntrica.[429]

Essa conjuntura se manteve quase sem mudanças até a década de 1990, quando dois eventos introduziram a segregação de atividades de administração de fundos das demais exercidas pelos bancos múltiplos. Isso ocorreu primeiramente, e ainda de forma voluntária, com a abertura e a internacionalização do setor bancário brasileiro. A respeito, conforme explica um relatório elaborado pelo escritório brasileiro da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe – CEPAL, "a presença dos bancos estrangeiros no Brasil trouxe a segmentação de atividades na administração de fundos dos países de origem, considerada mais adequada a sistemas financeiros com bancos universais, como o brasileiro".[430] A segregação de atividade também entrou no radar internacional em 1997[431] e essa divisão passou a ser mandatória no Brasil como uma das principais respostas à crise financeira asiática ocorrida naquele ano.[432]

---

[429] Cf. RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. "Conflitos de Interesses nos Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos". In: FREITAS, Bernardo Vianna; e VERSIANI, Fernanda Valle (Coord.). *Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 57.

[430] Cf. CEPAL. Op. Cit., p. 42.

[431] A segregação da atividade de administração de fundos constou como um princípio da IOSCO sobre a supervisão dos operadores de fundos de investimento. Cf. IOSCO. *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes.* 1997. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>. Acesso em: 9.3.2021.

[432] Nesse sentido, o mesmo relatório do CEPAL elucida o seguinte: "[a] atuação de bancos múltiplos ou universais expande a margem para que os fundos de investimentos possam ser utilizados para maximizar os ganhos do conglomerado em detrimento dos ganhos dos cotistas. Com a crise de outubro de 1997, muitos clientes perderam dinheiro e o Banco Central recebeu um enorme número de queixas quanto às operações dos fundos. Diante dos indícios de que os critérios de administração de fundos adotados na ocasião permitiriam que os prejuízos da instituição administradora pudesse ser contabilizado pelos fundos e que os lucros dos fundos pudessem ser contabilizados pelas tesourarias dos bancos, o Banco Central do Brasil introduziu, por meio de Circular 2785, em 28/11/97 [rectius, Resolução CMN n° 2.451, de 27 de novembro de 1997], a segmentação de atividades, ou "muralha chinesa", como é conhecido no mercado o dispositivo para manter distantes as atividades de gestão do banco, administração e gestão dos fundos". Cf. CEPAL. Op. Cit., pp. 118-119.

Embora as instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central tenham sido obrigadas a segregar a atividade de administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição, a norma permitiu que essa segregação pudesse ser promovida mediante a contratação de empresa especializada na prestação de serviços de gestão de recursos de terceiros, que poderia ou não ser ligada à instituição financeira contratante.[433] A CVM, ao estabelecer normas sobre a segregação de atividades, adotou caminho semelhante.[434]

Naturalmente, a terceirização surge então como um meio de atender à referida demanda regulatória a custos menos elevados. Conforme explicado por Mário Tavernard de Carvalho, "[e]m decorrência dessas normas, muitos conglomerados financeiros constituíram sociedades específicas tendo por objeto exclusivamente a gestão de recursos de terceiros", uma vez que, assim, "administradoras poderiam contratar gestoras de recursos do próprio grupo, sendo que bastaria a indicação de um diretor ou sócio-gerente desta, desde que não possuísse vinculação com a contratante, para responder pela gestão e supervisão dos recursos de terceiros".[435]

A terceirização também emerge como forma de se resolver um impasse. Com a autorização da constituição dos fundos de investimento em valores mobiliários e o entendimento de que sua regulação deveria ficar sob os cuidados da CVM, as normas passaram a prever que os administradores desses fundos de investimento deveriam ser registrados perante a autarquia como sujeitos autorizados a prestar o serviço de administração de carteiras.

No entanto, para possibilitar que atuassem nessa posição instituições diferentes daquelas que exerciam a administração de fundos de renda fixa, não se reproduziu a exigência de que elas fossem instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, o que também as sujeitaria à competência dessa autoridade. Embora essa política tenha tido por objetivo estimular a entrada de outros atores no setor de fundos, o fato de determinadas atividades necessárias à operação de um fundo demandarem estruturas semelhantes àquelas presentes nas instituições financeiras poderia inviabilizar esse objetivo. A solução encontrada foi a de obrigar os

---

[433] Cf. Art. 1º da Resolução CMN n° 2.451, de 1997. A Resolução CMN n° 2.486, de 1998, esclareceu ainda que: (i) se a empresa contratada não fosse ligada à instituição financeira contratante, não haveria a necessidade de designação de diretor ou sócio-gerente da para responder exclusivamente pela gestão e supervisão dos mencionados recursos, podendo referida designação recair sobre diretor ou sócio-gerente que possuísse vínculo com outras atividades que não as de administração dos recursos da própria instituição; mas, (ii) se a empresa contratada fosse outra instituição financeira (ou outra instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central) ligada à contratante, a designação de diretor ou sócio-gerente para responder pela gestão e supervisão de recursos de terceiros seria necessária apenas em relação à instituição contratada, devendo referida designação recair sobre diretor ou sócio-gerente que não possuíssem qualquer vínculo com as atividades da contratante.

[434] Cf. 15, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306, de 1999.

[435] Cf. CARVALHO. Op. Cit., p. 119.

administradores de fundos a contratarem essas funções com instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo BACEN nos casos em que eles próprios não se enquadrassem nessa categoria.

De todo modo, a regra na indústria de fundos continuou a ser a do exercício simultâneo, por uma única instituição (ou por instituições financeiras distintas, mas pertencentes ao mesmo conglomerado), das funções necessárias à operação de um fundo.[436]Aquela conformação bancocêntrica perdurou por muitos anos. E as normas vigentes à época sequer diferenciavam precisamente essas as atividades de administração e gestão, pelo que, ainda que formalmente a gestão do fundo fosse atribuída a outra instituição financeira integrante de um mesmo conglomerado, tais atividades acabavam, em certa medida, confundindo-se. A dissociação entre as figuras do gestor e do administrador, quando existente, era na prática bem pequena.

O maior impulso à especialização na indústria brasileira de fundos, ao menos em relação à atividade de gestão da carteira, decorreu principalmente de fatores de mercado. Como se sabe, diante de aspectos conjunturais, especialmente dos altos índices inflacionários, os patrimônios dos fundos foram historicamente concentrados em papeis de renda fixa, notadamente títulos públicos. Essa situação começa a se alterar principalmente no início dos anos 2000, com a tendência de redução da taxa básica de juros observada no começo daquela década.

Ainda que já presentes na realidade econômica brasileira, é nesse período que passam a se destacar os denominados gestores independentes de fundos de investimento, ou seja, aqueles que não são ligados a instituições ou conglomerados financeiros. A gestão independente surge como uma atividade de nicho, focada no oferecimento (sobretudo aos investidores de maior patrimônio) de produtos mais arriscados comparativamente àqueles oferecidos pelos bancos, como fundos especializados em derivativos. Diante da queda da taxa de juros e a natural busca por ativos mais arriscados e, consequentemente, com maior potencial de retorno, os fundos de investimento com esse perfil tornaram-se cada vez mais visados pelos investidores, o que, ao seu turno, levou ao aumento do número dos gestores independentes.

O modelo de negócios dos gestores independentes pressupõe uma estrutura leve e com foco único na atividade de gestão de carteira – esse, afinal, é o seu diferencial. Há, assim, flagrante incompatibilidade com o exercício de outras funções necessárias ao funcionamento

[436] Nesse sentido, afirmou o Diretor Sérgio Weguelin, em julgamento realizado em 2008: "57. No cenário brasileiro, em que o modelo de administração de fundos adotado pelo Banco Santos é a regra – ou seja, o administrador é uma instituição financeira e delega a gestão a entidade de seu próprio grupo econômico – um caso como este pode disseminar entre os investidores a percepção de que seus recursos estão sujeitos à solvência do administrador, quando o propósito das regras de administração é exatamente evitar esta contaminação". Cf. PAS CVM nº 01/2005, Rel. Dir. Sérgio Weguelin, j. em 26.11.2008.

de um fundo de investimento, em especial, aquelas de natureza mais administrativa. Daí porque a terceirização surge como forma de implementar esse tipo de negócio.

Com efeito, em meados dos anos 2000 já se falava no "boom das assets", movimento acentuado com a redução na taxa básica de juros, que leva os investidores a procurarem ativos, inclusive fundos de investimento, mais arriscados e com maior potencial de retorno. E esses produtos são, justamente, os que são oferecidos pelos gestores independentes, o que fomentou o seu vertiginoso crescimento. Por outro lado, e a despeito dessa maior demanda por fundos com políticas de investimento mais arrojadas, grande parte dos bancos comerciais, notadamente os de varejo (historicamente os maiores distribuidores de cotas de fundos de investimento devido à sua ampla capilaridade e larga estrutura), optaram, ao menos inicialmente, por não lançar fundos próprios com esse estilo mais arriscado, contudo apenas por distribuir, direta ou indiretamente, cotas de tais fundos de investimento geridos por terceiros independentes, tendo em vista os riscos de imagem decorrentes de eventuais insucessos dessa empreitada.[437]

A imprensa especializada relatava o seguinte à época:[438]

> Fazer a diferença na área de gestão de recursos não promete ser tarefa fácil. A toda hora surgem novos ex-executivos de bancos dispostos a lançar fundos de risco, especialmente aqueles conhecidos como *hedge funds*. Febre que vem tomando o mercado de investimentos no último ano, a multiplicação das chamadas "*assets*" independentes já lembra aquela corrida frenética de jovens empreendedores que vendiam ousados planos de negócios para empresas pontocom no final dos anos 90. (...)
>
> Uma das expectativas dos novos gestores independentes é ganhar espaço no terreno que dividem com os grandes bancos apoiados na especialização e na oferta de produtos sofisticados, mais demandados nos bons momentos da economia. Se os juros reais continuarem em queda, as aplicações de maior risco tendem a ganhar músculos para enfrentar os fundos DI e renda fixa, atuais centralizadores de grande parte do patrimônio da indústria. (...)
>
> No universo das boas notícias para os independentes este ano, há ainda o fato de grandes distribuidores, entre eles os bancos, estarem apenas começando a dar mais ênfase aos fundos de risco. Muitos estão interessados em conseguir bons fundos para atender à demanda dos clientes, mas, principalmente no caso

[437] Esse movimento possui reflexos até hoje no que diz respeito à gestão de fundos de investimento. Nesse sentido, recente reportagem divulgou estudo elaborado pela Economática que chegou à seguinte conclusão: "[a]s gestoras de recursos fora do bloco dos grandes conglomerados financeiros já detêm a maior parte dos volumes em fundos de ações e multimercados. Os cinco maiores - BB DTVM, Itaú Unibanco, Bradesco, Santander e Caixa - e as fundações com gestão própria, por sua vez, dominam em renda fixa e previdência. É o que mostra levantamento feito pela Economática considerando-se os portfólios líquidos, que estão sob as regras da instrução 555 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)". Cf. Valor Econômico. *Assets 'independentes' lideram em fundos de ações e multimercados*. 12.7.2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/07/12/assets-independentes-lideram-em-fundos-de-acoes-e-multimercados.ghtml>. Acesso em: 12.7.2021.

[438] Cf. Capital Aberto. *O* boom *das assets*, 1.4.2004. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/o-boom-das-assets/>. Acesso em: 15.2.2021.

> das instituições de varejo, a preferência é por comercializar cotas de fundos de terceiros ao invés de criar suas próprias carteiras. Afinal, fundos mais arriscados podem implicar riscos elevados também para a imagem do banco.
>
> A consolidação das gestoras de recursos independentes como um novo modelo de negócio conta com uma série de acontecimentos a seu favor. (...). Também ajudou o fato de ser viável hoje o exercício da atividade de gestão de recursos a partir de uma estrutura simplificada, apoiada na terceirização de serviços como a administração dos recursos (controladoria e cálculo de cotas dos fundos) e a custódia (guarda dos ativos e liquidação das operações.

Outro movimento relevante iniciado também em meados dos anos 2000 é a construção da estrutura conhecida como *master-feeder*, que consiste na constituição de um fundo principal (*master fund*), em que são concentradas a carteira do fundo, sendo ele o verdadeiro lócus da atividade da gestão, bem como de fundos secundários (*feeder funds*) que possuem como única estratégia adquirir cotas do fundo principal, podendo haver diferenças entre eles no que diz respeito às taxas e critérios de resgate. São as cotas dos fundos secundários, objeto de distribuição ao público investidor e, não raro, são constituídos fundos secundários para cada um distribuidor. Essa segregação entre o fundo em que os investimentos são mantidos e geridos e aqueles em que os investidores aportam seus recursos é possibilitada pela autorização da constituição de fundos em cotas, o que ocorreu ainda na década de 1990. E, por isso, ela foi outra grande responsável por fomentar a especialização da atividade de gestão.[439]

Muitos anos depois, o recente "*boom das assets"* que o Brasil vem experimentando até o presente momento ainda é explicado por fatores essencialmente semelhantes àqueles presentes no começo da referida década.[440] Assim sendo, pode-se perceber que forças de

---

[439] A respeito, explicava o CEPAL em meados do ano de 2003: *"[a] constituição de FAQs [Fundos de Investimento em Quotas] auxiliou a por em prática a permissão para a separação da administração de ativos e passivos, perante contratação de terceiros para gerenciamento da carteira dos fundos. Tomou-se possível o desenvolvimento de especialização das atividades na indústria de fundos e a possibilidade de parcerias, a exemplo do que ocorre em economias com mercado financeiro sofisticado. Um exemplo é a parceria entre grandes bancos, que podem empregar sua estrutura capilarizada para vender cotas de fundos, e instituições especializadas em gerenciamento e administração de recursos*". Cf. CEPAL, Op. Cit., p. 61.

[440] O principal fator mencionado para a recente disseminação de gestores independentes é, também, a redução da taxa básica de juros: "[o] cenário não poderia ser mais favorável e o resultado não poderia ser diferente. A combinação de juros baixos — circunstância que leva os investidores a procurar ajuda especializada para obter retornos maiores que os garantidos pelos títulos públicos — com a abertura das plataformas de investimento deu um grande impulso aos gestores de recursos independentes. Hoje eles têm demanda por seus serviços e podem mostrar o que oferecem em vitrines antes reservadas a grandes players. Não à toa, o ritmo de surgimento de casas novatas é vertiginoso: a quantidade de gestores e administradores registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aumentou 73% nos nove primeiros meses de 2018 na comparação com igual período do ano anterior. No total, 71 novas casas foram autorizadas a operar nesse intervalo, de acordo com números levantados pela CAPITAL ABERTO, quase todas desvinculadas de instituições financeiras tradicionais. A configuração é de um boom, que deve persistir desde que a situação econômica do País não sofra mais um revertério". Cf. Capital Aberto. *O* boom *das* assets *independentes*. 11.1.2019. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/gestao-de-recursos/o-boom-das-assets-independentes/>. Acesso em: 15.2.2021.

mercado paulatinamente levaram a atividade de gestão de recursos a se especializar e destacar, fixando-se como um modelo de negócios à parte. Ao mesmo tempo, as instituições financeiras, que tradicionalmente figuram como administradores de fundos e concentravam esse mercado, também foram se especializando no exercício de outras atividades que não a gestão do fundo.

E é assim que, paralelamente à tradicional estrutura de um fundo administrado e gerido por uma entidades integrantes de um mesmo conglomerado financeiro, se firmou na indústria de fundos brasileira um novo arranjo estrutural por meio do qual, sob o ponto de vista formal, uma instituição financeira assume o posição jurídica do administrador e constitui um fundo de investimento, contudo retém consigo atividades de natureza administrativa, ao passo que a gestão da carteira do fundo é assumida por um gestor dele independente.

Todo esse movimento, vale dizer, culminou na emergência da distribuição baseada em uma arquitetura aberta, em que um intermediário distribui aos seus clientes fundos geridos por diferentes gestores de recursos, não mais apenas distribuindo fundos geridos por integrantes de seu próprio grupo econômico, como ocorria na arquitetura fechada. Esse movimento de abertura, observado há alguns anos em outras jurisdições e que é principalmente impulsionado pelo avanço tecnológico e pelo aumento da competição na indústria de fundos, está hoje consolidado pelo surgimento das plataformas de investimento, através das quais os intermediários conferem acesso aos sus clientes, por meio virtual, a uma ampla gama de produtos de investimento, inclusive fundos geridos por distintas instituições.

3.3.2 Distorção entre teoria e prática

Em decorrência desses e outros fatores, houve um profundo rearranjo estrutural dos pilares que sustentam a prática da indústria brasileira de fundos, que antes era, como exposto edificada ao redor daquela relação bancocêntrica. Por isso, parece haver um certo consenso de que há uma distorção no modelo vigente, uma vez que este fala em apenas um prestador de serviços – o administrador – quando, na prática, ao longo do tempo, dele foram se descolando diversas atividades, em especial, a gestão de recursos. É o que explica Otávio Yazbek: [441]

> **Originariamente, falava-se em um único tipo de prestador de serviços para os fundos: o seu administrador. Assim, por exemplo, a Lei nº**

[441] Cf. YAZBEK, Otávio. *A Lei nº 13.874/2019 e os Fundos de Investimento*. In: SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coord.). Lei de Liberdade Econômica e seus Impactos no Direito Brasileiro. São Paulo: *Revista dos Tribunais*, 2020, pp. 558-559.

> **6.385/1976 trata, em seu art. 23, exclusivamente da atividade de administração de carteira de valores mobiliários. No entanto, com a evolução da indústria de fundos, as várias atividades que cabiam ao administrador começaram a se tornar cada vez mais especializadas e a se "descolar", surgindo novos prestadores.**
>
> **O mais importante desses descolamentos foi o da gestão de carteira dos fundos.** Como, com o passar do tempo, os administradores passaram a assumir um número cada vez maior de atividades mais formais (escrituração de cotas e controle da base de cotistas, obrigações contábeis e tributárias etc.), a gestão de carteira começou, naturalmente, a se destacar como algo bastante distinto.
>
> Da mesma maneira, algumas daquelas atividades formais, mas suficientemente especializadas, foram se destacando. Assim, quando a matéria era ainda regulada pelo Banco Central, já se começou a permitir que o administrador (ou administrador fiduciário, para se utilizar a expressão consagrada a partir da Instrução CVM nº 558/2015) contratasse outros serviços. E esse é o modelo que vigora até hoje.
>
> **É importante destacar, porém, que como a gestão de carteiras muitas vezes é o produto de maior valor agregado, é aquilo que verdadeiramente diferencia um fundo de outros e atrai investidores, tal modelo envolve uma distorção. Se, por um lado, os administradores fiduciários prestam diversos daqueles serviços de natureza mais formal, a figura mais importante da relação é, muitas vezes, o gestor. Mas, ao mesmo tempo, é o gestor que, para todos os fins, é o contratado. Em larga medida, tal opção se justifica, ainda, pelo fato de que o primeiro grande centro de imputação de deveres e responsabilidades estabelecido pelos reguladores foi, de fato, o administrador fiduciário.** (...)
>
> Essa situação, porém, gera desafios para o regulador. Como fazer para que, com esse desdobramento, não se criem fragilidades para os cotistas em caso de falhas na prestação dos serviços? Porque, a rigor, o fundo tem um único administrador, que é quem formalmente o constitui (ainda que já se tenha visto a inversão que muitas vezes existe nessa assunção) e quem lida com os cotistas (negritos nossos)

Com efeito, muito embora tenha se mantido o administrador como o principal centro de imputação de responsabilidades para fins regulatórios, percebe-se que, atualmente, é o gestor quem desempenha, na prática, o papel de protagonista na governança e na tomada de decisões do fundo, ao passo que o administrador, no máximo, um coprotagonista, ou seja, o segundo personagem mais relevante na estrutura do fundo. Como consequência desse movimento, é a experiência e reputação do gestor, e não do administrador, que verdadeiramente interessa aos olhos dos investidores para fins de decisão de aporte e manutenção de recursos em um fundo.

Isso é explicado pela própria natureza dos serviços desempenhados por cada um deles. De um lado, o gestor atua no que se costuma chamar no jargão financeiro de *front office*, a linha de frente de determinado negócio: é o gestor quem toma as decisões de investimento em nome do fundo e, no fim do dia, a performance do veículo está intrinsicamente ligada às suas escolhas, competências e habilidades. Por conta disso, nos casos em que um investidor busca informações

junto a prestadores de serviço de um fundo, naturalmente é o gestor quem se procura. E cabe ainda relembrar, como destaca pela doutrina,[442] que esse contato com o investidor acaba por ser reforçado porque, satisfeitas determinadas exigências contidas na regulamentação, o gestor também é legitimado a atuar na distribuição das cotas do fundo de investimento.

De outro lado, o papel do administrador acaba por se resumir a atividades de natureza secundária, de *middle* ou *back office*, que dão suporte àquilo que é a verdadeira razão de ser de um fundo de investimento: a gestão de sua carteira por um profissional especializado no fornecimento desse serviço. Por isso no dia a dia do fundo de investimento, a figura do administrador passa a ser menos proeminente quando comparada ao papel do gestor.

Assim, embora as linhas mestras historicamente traçadas sobre a administração dos fundos de investimento no regime jurídico pátrio tenham sido mantidas, a dinâmica do mercado levou, por assim dizer, a uma inversão da relevância dos papeis ocupados entre o administrador e o gestor. Em essência, a posição jurídica de administrador do fundo de investimento se transmudou em uma administração fiduciária, da qual não a gestão é mais parte originária.

Por isso, como já reconhecido pela CVM em sua jurisprudência,[443] a dinâmica comercial corriqueiramente observada na prática de mercado consiste em gestores que estruturam um novo fundo de investimento e, a partir daí, saem em busca de uma instituição para figurar como administrador do veículo. Esse, portanto, apenas para fins estritamente normativos pode ser considerado como o verdadeiro criador do fundo. A toda evidência não há como negar que tal dinâmica está em desconformidade com a premissa embutida na regulamentação, que assume e codifica o processo oposto. Dito de outro modo, isso significa que, rotineiramente, a prática acaba por inverter o rito formal entre quem seleciona quem para prestar serviços ao fundo.

Esse descompasso entre teoria e prática vem sendo acentuado nos últimos anos. Nesse sentido, com base em dados de novembro de 2018, Bruno Becker demonstrou que os fundos cuja administração e gestão são exercidas por entidades do mesmo grupo econômico são a exceção, e não mais a regra, na atual indústria brasileira. Os percentuais de identidade entre gestor e administrador eram os seguintes naquela data-base: (i) 14,6% para fundos de ações;

---

[442] Cf. COPOLA. Op. Cit., p. 357.

[443] No âmbito do PAS CVM nº RJ2012/6987, a diretora relatora Ana Novaes afirmou o seguinte: "(.) sabemos que embora, na prática, a gestora de recursos seja sempre formalmente contratada pelo administrador (art. 56, §1º, I, da Instrução CVM nº 409/04), há casos em que é a gestora quem de fato procura uma instituição financeira para servir como administradora do fundo de seus clientes. Nesses casos, o administrador geralmente cuida da custódia, escrituração, do envio de informações periódicas aos cotistas e à CVM e, ainda, da tesouraria do fundo, enquanto a gestora se responsabiliza pela gestão da carteira propriamente dita e, frequentemente, é quem lida com o cotista do fundo no dia a dia."

(ii) 38,6% para fundos de renda fixa; (iii) 10,4% para fundos multimercado; 19,30% para FII; (iv) 10,20% para FIDC; (v) 42,10% para FIP; (vi) e 62,50% para fundos de índice. [444]

Outro dado que ajuda a colocar em evidência que o regime jurídico dos fundos de investimento em vigor não está adequado ao atual arranjo estrutural presente na indústria é a enorme diferença na quantidade de instituições ora registradas na CVM como administradores fiduciários e gestores de recursos. Os números mais atualizados revelam que, das 1.041 pessoas jurídicas com registro ativo de administrador de carteiras, nada menos do que 87,9% (ou 916 instituições), pertencem à categoria de gestor de recursos, ao passo que somente 50 delas (ou meros 4,8%) são administradores fiduciários. As demais 75 instituições (7,2%) são registradas como administradores plenos e, por isso, podem exercer ambas as funções simultaneamente.[445]

Diante dessas informações, fica bastante difícil sustentar que o arranjo estrutural positivado no atual regime jurídico efetivamente corresponde à realidade. Isso porque, para tanto, deveria se entender que uma parcela mínima dos administradores de carteira – mais precisamente, 12% deles (contando as 50 instituições registradas como administradores fiduciários e as 75 que são administradores plenos) – teriam isoladamente definido os termos do regulamento e as políticas de investimento dos mais de 22.500 fundos ora registrados.[446]

Por fim, e em que pese esse trabalho ter por principal foco a relação mantida entre o administrador e o gestor, é importante também mencionar, para que seja possível uma melhor e mais ampla visão da conformação estrutural da indústria de fundos, que mesmo nas relações consideradas de cunho mais administrativo, ou periféricas, a participação do administrador tem escopo mais reduzido. Em outras palavras, o administrador do fundo não deixa de reter apenas a atividade de gestão; isso também ocorre com outras funções.

Nesse sentido, de acordo com os dados disponibilizados pela CVM, considerando-se somente o universo de 8.050 Fundos 555 que não são fundos de cotas (*fund of funds*) e nem exclusivos, apenas há identidade: (i) entre o administrador e o gestor, em 14,3% (1.155 fundos) dos casos; (ii) entre o administrador e o custodiante, em 26,3% dos casos (2.117 fundos); e (iii)

---

[444] Conforme explicado na Nota de Rodapé nº 808 de sua tese, a agregação foi feita da seguinte maneira por Becker: "[d]ados se referem a entidades jurídicas (i.e., sociedades e CNPJs) distintas. Foram agrupados somente os grupos de empresas relacionados aos principais bancos comerciais (i.e., Bradesco, Itaú Unibanco, Banco do Brasil) sendo que, para outras entidades não foi considerada eventual existência de grupos econômicos com mais de uma entidade gestora ou administradora." Cf. BECKER, Op. Cit., p. 207.

[445] Informações com data-base de 9.3.2021 extraídas dos dados abertos disponibilizados pela CVM. Disponível em: http://dados.cvm.gov.br/dataset/adm_cart-cad/resource/ec41e311-bb01-4d16-b54f-c4e8b612f0ba.> Acesso em: 9.3.2021.

[446] Informações com data-base de janeiro de 2021 extraídas dos dados disponibilizados pela ANBIMA. Disponível em:<https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 9.3.2021.

entre o administrador e o controlador, em 53% dos casos (4.290 fundos). Para além disso, os números demonstram ainda que (iv) em nenhum desses 8.050 Fundos 555 da amostra o administrador executa concomitantemente as atividades de gestão, custódia e controladoria.[447]

Todos esses dados, portanto, revelam que a conformação estrutural da indústria de fundos é, hoje, bem distinta da premissa a assumida pelas normas – de que o administrador é o responsável primário pela execução das atividades relativas ao funcionamento de um fundo. Se isso pode ser verdade para fins regulatórios, não é o que se observa na prática de mercado.

3.3.3 Estratégias jurídicas adotadas no Brasil

Por conta dos riscos relacionados àquele descolamento decorrente da especialização de serviços, em especial da gestão, a regulação brasileira – tal ocorrido em outros países, como visto no Capítulo II – buscou o caminho inverso. Isto é, diversas técnicas foram sendo empregadas ao longo do tempo para novamente colar essa atividade ao administrador do fundo.

Essas técnicas foram aplicadas de formas distintas e nem sempre de maneira clara. Em alguns casos, elas foram adotadas isoladamente e, em outros, de maneira combinada. Algumas prevaleceram em determinado período e depois foram descartadas, ao passo que outras permanecem presentes desde o início de sua adoção, embora tenham sido refinadas ao longo do tempo. Também não houve uma coerência do manejo dessas estratégias em relação aos fundos de investimento sob a competência da CVM ou do BACEN.

Algumas dessas técnicas, de maneira explícita ou implícita, parecem partir do pressuposto de que há uma relação de delegação entre o administrador, de um lado, e o terceiro por ele contratado, de outro. Mas, como se verá adiante, muito embora a regulamentação não tenha sido alterada no que diz respeito àquela centralidade que o administrador ganha em decorrência do instituto do condomínio, fato é que a caracterização dessa relação de delegação entre o administrador e demais prestadores de serviço do fundo se torna bem menos clara a partir de determinado ponto da evolução das normas, especialmente com as reformas de 2004.

Finalmente, chama também a atenção que, ao longo dos anos, foram sendo incorporadas na regulamentação e cominadas ao administrador diversas obrigações de natureza fiscalizatória. Contudo, as camadas de atribuições que foram sendo sobrepostas umas às outras não parecem

[447] Os dados não foram agrupados por conglomerados financeiros, de modo que é possível que existam algumas distorções nessas informações quantitativas. Ainda assim, eles fornecem uma visão geral sobre como é o estado atual da indústria de fundos. Cf. Informações com data-base de 9.3.2021 extraídas dos dados disponibilizados pela CVM. Disponível em: <https://dados.cvm.gov.br/dataset/fi-cad/resource/1baccbb6-cd82-49f6-b70f-5a7d5ad7d616>. Acesso em: 9.3.2021.

guardar coerência normativa entre si, na medida em que essas obrigações aparentemente consistem em um misto daquelas orientações sobre terceirização e supervisão independente explicadas nas Seções 2.4 e 2.5.

a. Autorização prévia

Tendo em vista os resultados pouco satisfatórios da maior parte dos fundos de investimento, as normas passaram a exigir que os administradores tivessem um departamento técnico especializado em análise de títulos e valores mobiliários, uma prática pouco comum nos primórdios da indústria de fundos. Os administradores poderiam, no entanto, contratar esse serviço com instituição habilitada perante a Comissão de Valores Mobiliários.

Por outro lado, com a exceção única da atividade de análise de títulos e valores mobiliários, os regramentos vedavam, como regra, a delegação de quaisquer outras atividades relacionadas à gestão ou à administração do fundo era a regra, embora admitissem a terceirização mediante autorização prévia por parte do regulador. Esse foi o caso, por exemplo, de normas emitidas durante a década de 1980 e na primeira metade dos anos 1990.

Até onde se tem notícia, a primeira vez em que essa vedação apareceu expressamente no regime jurídico dos fundos de investimento foi no texto da Resolução CMN º 1.022, de 5 de agosto de 1985, que disciplinou o tratamento dos fundos mútuos de investimento, classificando-os entre fundos mútuos de ações (sob responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários) e fundos mútuos de renda fixa (sob responsabilidade do Banco Central) conforme a composição de suas respectivas carteiras. Essa norma vedava ao administrador "delegar poderes para gerir e administrar o Fundo", porém possibilitava que isso ocorresse mediante a "autorização específica do Banco Central do Brasil, ouvida a Comissão de Valores Mobiliários".[448]

Essa mesma técnica foi repetida diversas outras vezes. Ela esteve presente na Resolução CMN nº 1.280,[449] sobre fundos mútuos de investimento, bem como na Resolução CMN nº 1.286, [450] sobre fundos mútuos de renda fixa, ambas de 20 de março de 1987 – essas duas normas repetiram que a delegação de poderes para gerir e administrar um fundo de investimento somente poderia ocorrer no caso de autorização específica para tanto, fosse da CVM, no primeiro caso ou do BACEN, no segundo. Comandos semelhantes a esses também estiveram

[448] Cf. Resolução CMN nº 1022, de 1985: "Art. 14. Será vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do Fundo Mútuo de Investimento: (.) XII - delegar poderes para gerir e administrar o Fundo, salvo com autorização específica do Banco Central do Brasil, ouvida a Comissão de Valores Mobiliários".
[449] Cf. Art. 14, II, da Resolução CMN nº 1280, de 1987.
[450] Cf. Art. 7º, IX, da Resolução CMN nº 1286, de 1987.

presentes em normas baixadas pelo BACEN quando recebia tal delegação, como por exemplo na Circular nº 1903, de 26 de fevereiro de 1991,[451] sobre fundos de aplicação financeira, e na Circular nº 2.205, de 24 de julho de 1992, [452] que dispôs sobre os fundos de *commodities*.

O racional subjacente a essa técnica regulatória é razoavelmente simples. Ao anunciar como regra geral a vedação de delegação de funções relacionadas à administração e gestão do fundo e sujeitar a uma prévia autorização a contratação de terceiros, pelo administrador, para prestar determinados serviços ao fundo, busca-se sobretudo assegurar que o regulador, ao menos em teoria, tenha a oportunidade de avaliar se a delegação será feita a uma instituição com capacidade técnica e operacional adequada ao exercício da atividade a ser delegada.

Essa exigência tem ainda por objetivo evitar que a delegação seja feita sem o conhecimento do regulador, que, por conta do procedimento de autorização, obtém as informações necessárias para identificar o prestador terceirizado. E, diante de sua amplitude, não se faz preciso delimitar que atividades específicas estão abrangidas na vedação; como a regra é o impedimento, todo e qualquer serviço que se deseje delegar à terceiros deve ser submetido à prévia aprovação do regulador. Do contrário, a norma é infringida.

Alguns inconvenientes bastante evidentes decorrem dessa estratégia. Talvez o principal deles seja a necessidade de envolvimento do regulador toda vez que o administrador do fundo desejasse terceirizar alguma de suas funções a outros agentes. Além da subjetividade inerente a essa autorização, tal regra ainda traz um menor dinamismo ao funcionamento do setor.

b. Solidariedade

Quando foi autorizada a editar normas específicas sobre fundos sob sua competência, a Comissão de Valores Mobiliários não impôs a mesma exigência de autorização prévia. O que a autarquia fez foi, na verdade, afirmar que havia uma responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e o terceiro a quem ele repassasse alguma de suas funções.

Essa estratégia apareceu pela primeira vez na Instrução CVM nº 215, de 1994, que consolidou em documento único as regras aplicáveis a três tipos de fundos de investimento então regulados pela CVM (os Fundos Mútuos de Investimento em Ações; os Fundos Mútuos de Investimento em Ações - Carteira Livre; e os Fundos de Investimento em Quotas de Fundo Mútuo de Investimento em Ações), anteriormente espalhadas em distintos normativos.[453] No

[451] Cf. Art. 7º, IX, da Circular BACEN 1903, de 1991.
[452] Cf. Art. 7º, IX, da Circular BACEN nº 2205, de 1992.
[453]Cf. Instrução CVM nº 215, de 1994: "Art. 6º O administrador do Fundo, observadas as limitações legais e desta Instrução, terá poderes para praticar todos os atos necessários à administração da carteira do Fundo, especialmente

mesmo ano, elas foram também inseridas, pela Instrução CVM nº 225, no regime jurídico aplicável aos fundos de *private equity* e *venture capital*, à época tecnicamente denominados de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes.[454]

Nos termos desses diplomas, quando a administração do fundo de investimento fosse exercida por uma instituição não financeira ou por uma instituição não integrante do sistema distribuição de valores mobiliários, o administrador tinha a obrigação de contratar terceiros legalmente habilitados a executar serviços de tesouraria, tais como recebimento de recursos quando da emissão ou integralização de cotas; pagamento quando do resgate de cotas ou liquidação do fundo; recebimento de dividendos e quaisquer outros rendimentos; e, ainda, a liquidação financeira de todas as operações do fundo. E, nesses casos, por força dos ditames regulamentares, tais instituições contratadas pelo administrador passariam a responder solidariamente com ele por eventuais prejuízos causados aos cotistas.

É importante explicar quais são as finalidades teóricas da regra de solidariedade. São principalmente duas. A primeira delas é a de estimular o prestador de serviço delegante a ser zeloso na escolha e na supervisão da atuação dos terceiros a quem decidir terceirizar parte de suas funções. Para tanto, parte-se da premissa de que, existindo a solidariedade entre eles, o delegante empregará procedimentos com o objetivo de evitar desvios por parte do delegatário, na medida em que tais desvios, se acarretarem prejuízos, poderão ser cobrados do próprio delegante por conta da responsabilidade solidária. A segunda e principal finalidade é evitar que, com a terceirização, sejam diminuídas as chances de reparação do investidor por prejuízos que lhes sejam causados por prestadores terceirizados, uma vez que, em geral, estes possuem patrimônio inferir ao do delegante. Nessa perspectiva, uma possível explicação para a existência da solidariedade existe é o fato de o delegante ter o bolso mais fundo ("*deep pocket*").

Nesse ponto, vale dizer que, em que pese a Instrução CVM nº 215, de 1994, ter reconhecido que o administrador poderia contratar um terceiro para gerir a carteira do fundo de investimento, não houve a imposição de responsabilidade solidária entre o administrador e o

---

a contratação de serviços para os quais não esteja legalmente habilitado, bem assim para exercer todos os direitos inerentes aos ativos que a integrem.
§1º Quando a administração do Fundo não for exercida por instituição financeira ou integrante do sistema de distribuição, o administrador deverá contratar instituição legalmente habilitada para execução dos serviços de tesouraria, tais como: I - abertura e movimentação de contas bancárias, em nome do Fundo; II - recebimento de recursos quando da emissão ou integralização de quotas, e pagamento quando do resgate de quotas ou liquidação do Fundo; III - recebimento de dividendos e quaisquer outros rendimentos; IV - liquidação financeira de todas as operações do Fundo. §2º As instituições contratadas para a execução de serviços responderão solidariamente com o administrador do Fundo, pelos prejuízos que causarem aos quotistas".

[454] Cf. Art. 2º da Instrução CVM nº 225, de 1994, que alterou a Instrução CVM nº 209, de 1994.

gestor (ali nomeado de "administrador da carteira"). Ademais, cumpre ainda salientar que, apesar dessa norma não ter previsto explicitamente a obrigação de que o gestor terceirizado fosse uma instituição habilitada para o exercício da atividade de administração de carteira, essa era uma exigência que decorria da Instrução CVM nº 82, de 1988, que regulava o tema.[455]

Ao mesmo tempo em que a Comissão de Valores Mobiliários passou a determinar que a contratação de terceiros para a prestação de serviços de tesouraria implicava em sua responsabilidade solidária com o administrador, o Banco Central também começou a utilizar essa mesma técnica, embora isso tenha ocorrido em termos bem menos claros. A exigência de autorização prévia do regulador para a efetivação da terceirização foi paulatinamente desaparecendo das normas que versavam sobre o regime jurídico dos fundos de investimento.

Com fundamento na Resolução CMN nº 2183, de 1995,[456] que o autorizou a expedir normas sobre os Fundos de Investimento Financeiro e Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimento Financeiro, foi editada a Circular BACEN nº 2.584, de 1995, a qual foi substituída, no mesmo ano, pela Circular BACEN nº 2.616. De acordo com essas normas, o administrador "poderia delegar poderes para administrar a carteira do fundo a terceiros",[457] desde que ele fosse devidamente identificado nos documentos do fundo. [458]

Esses terceiros precisavam ser pessoas jurídicas, porém não havia a necessidade de que integrassem o Sistema Financeiro Nacional; não havia, por decorrência, a obrigação de que o gestor terceirizado fosse instituição financeira autorizada a funcionar pelo BACEN e, em tese, sob sua competência. "Evidentemente, o Banco Central assim agia", nas palavras do Diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos, "porque seu foco de regulação e fiscalização sempre foi no administrador a que se referia o art. 6º e seu administrador a que se referia o art. 2º - pessoas essas jurídica e física que são ordinariamente sujeitos ao poder disciplinar do Banco Central -, e em nenhuma hipótese admitiu que se demitissem de suas responsabilidades".[459]

---

[455] Cf. Nota Explicativa à ICVM 82/88: "[a]ssim, a Instrução determina que qualquer pessoa, física ou jurídica, incluindo-se os administradores das carteiras dos fundos mútuos de ações, de entidades abertas e fechadas de previdência privada e de outros investidores institucionais, que administrem ou venham a administrar carteiras, deverão pleitear, para tal, autorização junto à CVM, satisfazendo os requisitos estabelecidos".

[456] A Resolução CMN nº 2183, de 1995, autorizou o Banco Central do Brasil – BACEN a editar normas sobre os Fundos de Investimento Financeiro e os Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento Financeiro. De acordo com o § 2º do art. 1º dessa Resolução, ficava "facultada a contratação de pessoa jurídica para administração da carteira do fundo, sem prejuízo da responsabilidade da instituição administradora e do administrador designado".

[457] Cf. Art. 9º da Circular BACEN nº 2.616, de 1994.

[458] Regras semelhantes eram também aplicáveis aos Fundos de Investimento no Exterior (FIEX), regidos por normas apartadas, mais precisamente, a Circular BACEN nº 2.714, de 1996.

[459] Cf. PAS CVM nº RJ2002/8428, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 14.10.2004.

Com efeito, as normas editadas pela autoridade bancária estipulavam que a delegação da gestão do fundo de investimento deveria se dar "sem prejuízo de sua responsabilidade [do administrador do fundo] e da responsabilidade do administrador designado nos termos do art. 2º, inciso II [isto é, a pessoa física integrante dos quadros do administrador do fundo que deveria ser designada como responsável pelo fundo]"[460]. Com algumas adaptações, a expressão de que o repasse de funções a terceiros seria uma "delegação" realizada "sem prejuízo da responsabilidade" do delegante foi utilizada em outras normas que versaram sobre os fundos de investimento, inclusive, nas editadas pela CVM.[461]

É importante mencionar, neste ponto, que a ausência de obrigação de que o gestor terceirizado também fosse um agente regulado acabou por impossibilitar a condenação de alguns gestores terceirizados de fundos originalmente regulados pela BACEN no âmbito de alguns processos julgados pela CVM relacionados à chamada Crise da Marcação à Mercado, ocorrida em 2002, uma vez que o entendimento da época foi no sentido de que que o gestor terceirizado não poderia ser responsabilizado pelo BACEN e, logo, tampouco pela CVM.[462] Ao lidar com esses casos, a CVM deixou claro que sua regulamentação sempre seguiu caminho distinto justamente para não dar azo à impossibilidade de punição administrativa do gestor. Para a CVM, a brecha contida nas normas do BACEN era uma "imperfeição regulatória" que impedia a sanção do gestor do fundo de investimento mesmo na hipótese de "suas condutas serem tão condenáveis quando a dos administradores".[463]

As Circulares nº 2.584 e nº 2.616 do BACEN, ambas de 1995, restringiram-se a tratar da delegação da atividade de gestão da carteira do fundo, não abrangendo atividades administrativas, como tesouraria, diversamente da linha das regras emitidas pela CVM. Essa diferença pode ser atribuída ao fato de que, pelas regras do BACEN, os administradores dos fundos sob suas competências deveriam ser instituições financeiras, o que significava que elas já eram legalmente autorizadas a prestar tais funções de cunho mais administrativo. Não havia, portanto, a necessidade de se lidar com os problemas então enfrentados pela CVM.

---

[460] Cf. Art. 9º, II, da Circular BACEN nº 2.616, de 1994.
[461] Cf. Versão original do Art. 39 da Instrução CVM nº 356, de 1999, que regula os FIDC.
[462] Nas palavras do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos: "27. À luz destes fatos e do já cediço princípio da tipicidade, entendo que não se pode pretender punir os administradores delegados disciplinarmente, na medida em que mencionada Circular não atribui a eles qualquer responsabilidade específica e mantém íntegra a responsabilidade do administrador do fundo. Prova isso, aliás, o fato de que a Circular em nenhum momento atribui deveres, obrigações ou responsabilidade de qualquer sorte perante aos administradores delegados*."* Cf. PAS CVM nº RJ2002/8428, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 14.10.2004.
[463] Cf. voto proferido pelo presidente Marcelo Trindade no já mencionado PAS CVM nº RJ2002/8428, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 14.10.2004.

As Instruções CVM nº 302 e 306, de 1999, representam um marco importante na história da regulamentação dos fundos de investimento. Esta norma, além de ter atualizado as regras relativas à atividade de administração de carteiras estabelecidas dez anos antes por meio da Instrução CVM nº 82, de 1988, também instituiu a regra de que tal atividade deveria ser completamente segregada, inclusive fisicamente, das demais exercidas pela pessoa jurídica.[464]

Já a Instrução CVM nº 302, de 1999, iniciou um relevante movimento de consolidação e harmonização das regras acerca da constituição e funcionamento das mais relevantes categorias de fundos de investimento então sob a competência da autarquia, quais sejam, os Fundos Mútuos de Investimento em ações e suas variações.[465] Esse regramento é igualmente importante para a história dos fundos de investimento brasileiros porque ele, diferente do sistema até então vigente, passa a impor o regime de solidariedade entre o administrador e o terceiro por ele contratado para gerir a carteira do fundo.

Mais especificamente, o parágrafo único do art. 50 da Instrução CVM nº 302, de 1999, dizia que "[o] administrador pode contratar terceira pessoa, igualmente habilitada para o exercício profissional de administração de carteira, para gerir a carteira do fundo, observado o disposto no § 1º do art. 51", e este comando determinava que "[a]s instituições e pessoas contratadas para a execução de serviços respondem solidariamente com o administrador do fundo, no exercício de suas atribuições, pelos prejuízos que causarem aos cotistas".

Portanto, é com a Instrução CVM nº 302, de 1999, que a regra de solidariedade, antes restrita à terceirização de atividades de cunho administrativo, passa também a alcançar a gestão de recursos, talvez como resposta ao crescente movimento de especialização dessa atividade presenciada na época, inclusive, com os gestores independentes chegando aos jornais.[466]

---

[464] Cf. Art. 15 da Instrução CVM nº 306, de 1999. Posteriormente, por meio da Instrução CMV nº 364, de 2002, esclareceu-se que tal segregação poderia se dar mediante a contratação de outro administrador de carteiras de valores mobiliários devidamente registrado na CVM. Já a Instrução CVM nº 450, de 2007, acrescentou o Art. 21-A à Instrução CVM nº 306, de 1999, para deixar claro que essa obrigação de segregação, dentre outras normas de conduta ali previstas, também se fazia aplicável às atividades de gestão e administração de fundos de investimento registrados na CVM.

[465] Os Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários (FITVM) foram resultado da agregação de outros tipos de fundos então regulados pela CVM, os chamados Fundos Mútuos de Investimento em Ações – Carteira Livre e os Fundos Mútuos de Investimento em Ações – Carteira Livre.

[466] Vale transcrever trecho de uma reportagem do período: "[o] investidor que procura opções diferenciadas para aplicar o seu dinheiro não deve ficar restrito na sua pesquisa apenas aos produtos oferecidos pela instituição onde mantém sua conta corrente. O crescimento da indústria de fundos de investimento tem propiciado o surgimento de empresas independentes de gestão de recursos de terceiros. Em geral, essas empresas oferecem produtos que, mesmo embutindo maior risco, podem premiar o participante com rentabilidade mais interessante, se comparada com a dos fundos tradicionais". Cf. O Estado de São Paulo. *Investidor arrisca gestão independente*. 5.9.2000. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,investidor-arrisca-gestao-independente,20000905p9147>. Acesso em: 10.4.2021.

c. Fiscalização

No período compreendido entre 2001 (quando recebe a competência legal de regular os fundos de investimento em geral) e 2004 (quando foi editada a Instrução CVM nº 409, que passou a constituir o regime jurídico geral aplicável a praticamente todos os fundos regulados pela autarquia), a CVM fez alterações tópicas à regulamentação antes editada pelo Banco Central sobre os veículos que antes estavam sob sua competência, nomeadamente, os Fundos de Investimento Financeiro (FIF); os Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimento Financeiro (FIC-FIF); e os Fundos de Investimento no Exterior (FIEX).

Uma dessas modificações foi feita através da Instrução CVM nº 403, de 2004. Por meio dessa norma, a Comissão de Valores Mobiliários tratou da possibilidade dos fundos até então regidos tanto por normas do Banco Central, quanto por regras da própria autarquia, de contratarem diretamente terceiros para a prestação de serviços ao fundo. Buscava-se, assim, uma harmonização das regras relacionadas à terceirização de atividades em todos os fundos de investimento que passaram a estar sob o guarda-chuva regulatório da CVM.

Ao admitir a realização dessa contratação direta, a norma determinou que ela dependeria da aprovação dos cotistas do fundo de investimento, reunidos em assembleia geral. A Instrução CVM nº 403, de 2004, definiu ainda que a taxa de administração prevista no regulamento do fundo de investimento deveria englobar as remunerações tanto de seu "administrador propriamente dito" quanto dos terceiros responsáveis por serviços de gestão (nomeado como "administração de carteira"), controladoria e distribuição de cotas. As respectivas parcelas da taxa de administração correspondentes a cada uma dessas atividades, segundo os ditames da regulamentação, deveriam ser pagas diretamente pelo fundo a cada prestador de serviço.

A possibilidade dessa contratação direta, feita pelo próprio fundo, de seus outros prestadores de serviço – e não mais por meio de uma delegação por parte do administrador – foi aparentemente motivada pelas discussões existentes à época a respeito das consequências fiscais decorrentes do regime até então existente. Isso porque, conforme explica Eduardo Pavia, "as normas que regulavam os fundos anteriormente, emanadas da CVM e do BC, permitiam a contratação de terceiros pelo administrador por meio de delegação de poderes, o que causava certa discussão do ponto de vista fiscal," na medida em que, "se poderia alegar que a remuneração do terceiro era despesa do administrador e não do fundo, com os respectivos

reflexos fiscais".[467] É possível cogitar, assim, que a modificação do regime foi uma forma encontrada por parte da CVM para evitar eventuais discussões nesse sentido.

Para além disso, também é relevante para este estudo o penúltimo artigo dessa Instrução. Ainda que fosse possível inferir (embora não sem dificuldades) – da parte final do art. 17 da Instrução CVM nº 306, de 1999,[468] ou mesmo como um desdobramento de seu dever de diligência – que o administrador tinha o dever de supervisionar os demais prestadores de serviço do fundo, essa obrigação não estava explícita nos normativos da CVM e, tampouco, havia inferências nesse sentido nas regras editadas pelo BACEN.

Foi apenas por meio da edição da mencionada Instrução CVM nº 403, de 2004, portanto, que surge expressamente no regime jurídico dos fundos de investimento uma terceira estratégia para lidar com a especialização na indústria de fundos: a atribuição, ao administrador, do dever de fiscalizar os demais prestadores de serviço do fundo. Estipulou o quarto artigo da Instrução CVM nº 403, de 2004: "[c]ompete ao administrador fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo na forma desta Instrução". Embora tenha permanecido em vigor por menos de um ano, de nunca ter sido objeto de decisões do Colegiado e de ser um tanto quanto desconhecido, o texto contido nesse dispositivo e o dever que ele instituiu continuam presentes, ainda que com algumas modificações, até hoje na regulamentação da CVM.

d. Harmonização e ajustes pontuais

A partir da Instrução CVM nº 409, de 2004, restou consolidado um claro modelo regulatório para os fundos de investimento no cenário brasileiro. Nesse modelo, o administrador, além de ser o responsável pela constituição do fundo de investimento, também pode exercer, com exceção da auditoria, todas as atividades relacionadas direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção desse veículo, desde que seja devidamente habilitado para tanto.[469] Assim sendo, em tal desenho regulatório, as funções necessárias para a operação de um fundo (gestão, custódia, administração, dentre outras) podem ser todas prestadas diretamente pelo administrador. Com exceção da auditoria independente, não há, ao menos em tese, a necessidade de outro ator prestar serviços ao veículo.

---

[467] Cf. PAVIA. Op. Cit., p. 111.
[468] Cf. Instrução CVM nº 306, de 1999: "Art. 17. A pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado".
[469] Cf. Art. 57 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

No entanto, permite-se (e, em alguns casos, obriga-se) ao administrador a contratação de terceiros em nome do fundo para o exercício de determinadas atividades, devendo o administrador, nesse caso, figurar como interveniente-anuente no contrato.[470] Consolidando o um movimento iniciado naquele mesmo ano, a Instrução CVM nº 409, de 2004, parece reconhecer que o vínculo contratual é estabelecido entre o próprio fundo de investimento e os terceiros, e não, como ocorria anteriormente, entre o administrador e tais terceiros. Daí, talvez, a inexistência de referências a uma relação de delegação ou terceirização no texto da norma.

De todo modo, essa contratação é acompanhada de três desdobramentos principais. A primeira é a exigência de que o administrador realize uma prévia e criteriosa análise antes de selecionar outras instituições para prestarem serviços ao fundo, devendo o administrador também figurar como interveniente-anuente no contrato.[471] A segunda é a obrigatoriedade de inclusão de cláusula de solidariedade entre o administrador e alguns dos prestadores de serviço por ele contratados em nome do fundo.[472] O último desdobramento é a atribuição imposta ao administrador de fiscalizar os serviços prestados ao fundos de investimento por esses terceiros, tal como previsto desde a Instrução CVM nº 403, de 2004.[473]

Embora a redação original da Instrução CVM nº 409, de 2004, já fizesse referências ao gestor como figura separada, este era visto como um ator menos importante na estrutura dos fundos, o que é comprovado pelo fato de a norma sequer ter se preocupado em lhe atribuir expressa e textualmente deveres fiduciários, ao contrário do que foi feito em relação ao administrador do fundo.[474] Esses deveres precisavam ser extraídos indiretamente do regime previsto na Instrução CVM nº 306, de 1999, aplicável a todos os administradores de carteira.

Essa situação, no entanto, foi alterada em 2007, quando aquela norma sofreu uma ampla reforma decorrente da Instrução CVM nº 450. O objetivo principal dessa reformulação foi o de modificar os critérios de diversificação a que estavam sujeitos os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409, de 2004, ante a expectativa de uma maior procura pela alocação em ativos de crédito privado naquele período.[475] Ela também preencheu aquela lacuna quanto ao gestor e, assim, este e o administrador passaram a estar submetidos a um mesmo

[470] Cf. Art. 56, I, da Instrução CVM nº 409, de 2004.
[471] Cf. Art. 57, §1º, da Instrução CVM nº 409, de 2004.
[472] Cf. Art. 57 §2º, da Instrução CVM nº 409, de 2004.
[473] Cf. Art. 65, XV, da Instrução CVM nº 409, de 2004.
[474] Cf. Art. 65, V, VIII e IX, da redação original da Instrução CVM nº 409, de 2004.
[475] Cf. CVM. Exposição de Motivos da Audiência Pública nº 03/2006, p. 2. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2006/sdm0306-exposicaodemotivos.pdf>. Acesso em: 26.8.2020.

conjunto de normas definidoras de seus deveres fiduciários.[476] Assim, essa reforma traz um primeiro e importante passo no reconhecimento da autonomia das funções atribuídas ao administrador e ao gestor de um fundo de investimento no âmbito do regime regulatório.

Também foi a partir da reforma operada em 2007 que o dever genérico de fiscalização do administrador foi desdobrado em uma obrigação mais concreta no que diz respeito ao enquadramento da carteira do fundo. Com a Instrução CVM nº 450, de 2007, foram definidas regras mais precisas acerca das responsabilidades que cabem ao gestor e ao administrador em relação à verificação do enquadramento da carteira do fundo. Estabeleceu a norma que, sem prejuízo da responsabilidade do gestor, o administrador deveria informá-lo e à CVM, da ocorrência de desenquadramento, até o final do dia seguinte à data de seu acontecimento.[477]

Por fim, uma última modificação importante trazida pela Instrução CVM nº 450, de 2007, foi a delimitação do regime de solidariedade entre o administrador, de um lado, e determinados prestadores de serviço do fundo, de outro. Mais precisamente, com a edição dessa norma, a contratação do serviço de custódia pelo administrador deixou de ter de ser feita mediante a introdução de cláusula de responsabilidade solidária entre eles, restando tal cláusula mandatória somente na terceirização de serviços de: (i) gestão da carteira do fundo; (ii) tesouraria, controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; e (iii) escrituração da emissão e resgate de cotas. De acordo com as explicações oficiais apresentadas pela Comissão de Valores Mobiliários, ficaram isentas dessa exigência regulatória os serviços de distribuição de cotas e custódia "tendo em vista que a responsabilidade dos prestadores desses serviços decorre de regulamentação específica expedida pela CVM, o que torna desnecessária a estipulação de responsabilidade solidária com o administrador do fundo". [478]

Ou seja, ao menos nesse momento, o entendimento da autarquia era o de que a solidariedade se justificava nos casos em que a atividade terceirizada não contasse com normas específicas relativas ao seu exercício – o que, no entanto, é estranho ao considerar que os gestores de carteira já estavam submetidos tanto a uma norma específica (a Instrução CVM nº 306, de 1999) quanto às regras contidas na própria Instrução CVM nº 409, de 2004.

[476] Cf. Art. 65-A da Instrução CVM nº 409, de 2004, conforme alterada pela Instrução CVM nº 450, de 2007.
[477] Cf. Art. 88, §2º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, conforme alterada pela Instrução CVM nº 450, de 2007.
[478] Cf. CVM. Exposição de Motivos da Audiência Pública SDM nº 3/2006, p. 2.

e. Uma nova estratégia: a atribuição de obrigações conjuntas

Ainda na esteira da crise de 2008 e diante do aumento da concentração da carteira de fundos de investimento em ativos menos líquidos e considerando que muitos fundos abertos previam prazos bastante curtos para o pagamento de resgates, a CVM concluiu que a conjugação desses dois fatores poderia se tornar potencial fonte de riscos sistêmicos à higidez da indústria de fundos brasileira.

Por isso, por meio da Audiência Pública SDM nº 6, de 2011, a autarquia colocou em discussão minuta de alteração da Instrução CVM nº 409, de 2004, com o objetivo de introduzir critérios e deveres mais específicos relacionados ao gerenciamento do risco de liquidez de um fundo de investimento. A autarquia pretendia "estimular os administradores a repensarem se os prazos estabelecidos nos regulamentos são condizentes com as carteiras dos fundos".[479]

A minuta apresentada para discussão somente impunha deveres relacionados ao gerenciamento do risco de liquidez do fundo ao administrador. Durante os debates havidos na audiência pública, o regulador foi questionado por participantes de mercado se tais obrigações não deveriam recair, exclusiva ou primariamente, sobre o gestor do fundo, na medida em que ele seria o responsável pela alocação dos ativos do veículo e, assim, capaz de adequar a liquidez de sua carteira às regras de resgate previstas no regulamento. Em resposta, entretanto, a CVM manteve "o entendimento de que a responsabilidade pelo gerenciamento do risco de liquidez é do administrador", reforçando ainda que "a contratação de um gestor não transfere esta responsabilidade, fundamental para a proteção dos clientes, e de importância sistêmica" .[480]

Apesar desse entendimento não ter sido modificado e de somente ao administrador terem sido impostas obrigações acerca da matéria, essa rígida interpretação foi sendo flexibilizada ao longo do tempo. Com efeito, reconhecendo que o gestor também possui um papel relevante no gerenciamento do risco de liquidez do fundo, as áreas técnicas da Comissão de Valores Mobiliários emitiram orientações de que se trata de obrigação conjunta, partilhada entre o administrador e o gestor, ambos com responsabilidade, em suas respectivas esferas de atuação, de estabelecer os meios para assegurar a liquidez do fundo.[481]

---

[479] Cf. CVM. Edital da Audiência Pública SDM nº 6, de 2011, p. 6. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm0611-edital.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

[480] Cf. CVM. Relatório da Audiência Pública SDM nº 6, de 2011, p. 15. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm0611-relatorio.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

[481] Cf. CVM. Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº2/2015, de 9.6.2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0215.html>. Acesso em: 15.2.2021.

Essa interpretação foi posteriormente positivada pela CVM. A regulamentação expedida pela autarquia ora atribui ao administrador e ao gestor terceirizado o dever de conjuntamente gerenciar o risco de liquidez dos fundos de investimento para os quais prestam serviços.[482] Para a CVM, tanto administrador quanto gestor têm o dever de adotar as precauções necessárias para assegurar que o fundo tenha condições de fazer jus às suas obrigações, inclusive as decorrentes dos resgates requisitados pelos cotistas, os quais devem ser pagos nos termos disciplinados no regulamento do fundo. [483] Porém, como anteriormente adiantado, tanto a doutrina quanto recente iniciativa autorregulatória vem sugerindo que o dever primário sobre o gerenciamento de liquidez cabe ao gestor, competindo ao administrador sua fiscalização.[484] Contudo, ainda não se pode dizer que há clareza quanto ao tema, razão pela qual o assunto merece maior reflexão.[485]

f. O relutante reconhecimento da autonomia da gestão

Embora o regime jurídico tenha continuado a assumir que o administrador é o principal prestador de serviços do fundo e o responsável originário pela prestação de todas as atividades necessárias ao seu funcionamento, as normas da CVM vêm, nos últimos anos, seguindo em um caminho progressivo, porém relutante, de reconhecimento da autonomia da atividade de gestão em contraposição às demais atividades necessárias à operação de um fundo. Pouco a pouco, a regulamentação tem trazido o gestor para o centro dos holofotes. Ao mesmo tempo em que reconhece a autonomia do gestor, porém, a CVM reforça que o administrador tem por dever regulatório a obrigação de fiscalizá-lo, dando justificativas distintas para tal dever.

Em 2011, a CVM publicou o edital de Audiência Pública SDM nº 14, com o objetivo de reformar as regras aplicáveis aos administradores de carteira, então definidas na Instrução CVM nº 306, de 1999, com ênfase para aspectos como requisitos de registro, divulgação de informações periódicas, regras de conduta e controles internos. Mas, para além desse propósito,

---

[482] Cf. Art. 91 da Instrução CVM nº 555, de 2014; e art. 23, II, da Instrução CVM nº 558, de 2015.

[483] Cf. CVM. Edital da Audiência Pública SDM nº 14/11, p. 119. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html. Acesso em: 7.2.2021. Vale transcrever: "[o] administrador de carteiras registrado apenas na categoria de administrador fiduciário terá o dever de gerenciar diretamente, nos termos do contrato de gestão e da regulação, apenas o risco de liquidez das carteiras, tendo em vista a importância sistêmica do risco de liquidez nos fundos de investimento e a posição privilegiada que o administrador fiduciário possui, por ser o responsável por controlar o passivo dos fundos de investimento. Essa obrigatoriedade, inclusive, é estabelecida no art. 91 da Instrução CVM nº 555, de 2014, em relação aos administradores de fundos de investimento".

[484] V. Seção 2.6.4.

[485] A respeito, pede-se licença para citar: ANDRADE, Rafael. *O risco de (i)liquidez dos fundos de investimento em tempos de Covid-19*. 1.5.2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-risco-de-iliquidez-dos-fundos-de-investimento-em-tempos-de-covid-19-01052020>. Acesso em: 15.2.2021.

a proposta de reforma regulatória também pretendia "deixar claro o papel de protagonista do administrador de fundos de investimento, sendo o responsável direto pela supervisão e fiscalização de terceiros contratados a prestar serviços ao fundo".[486]

Três anos mais tarde, em 2014, a CVM abriu a Audiência Pública SDM nº 4, que precedeu a edição da Instrução CVM nº 555, de 2014, e teve por principal objetivo introduzir modernizações em relação à indústria de fundos de investimento. Nessa perspectiva, um dos pontos que a proposta buscou alcançar foi um melhor esclarecimento a respeito das atribuições que cabem ao gestor, bem como um traço mais apropriado acerca de determinadas responsabilidades que deveriam ser divididas entre o gestor e o administrador.

Não obstante essas pretensões, na oportunidade a CVM atribuiu o dever de fiscalização do administrador em relação ao gestor a uma suposta delegação de funções do primeiro para o segundo. Afirmou-se naquela oportunidade: [487]

> A CVM considera oportuno reforçar que, se por um lado o administrador tem a prerrogativa de delegar a prestação dos serviços de gestão do fundo, por outro lado ele não pode se esquivar das responsabilidades que possam advir da má prestação desses serviços, sendo seu dever supervisionar os serviços prestados por terceiros ao fundo.

A Instrução CVM nº 558, de 2015,[488] que passou a segregar o gênero administradores de carteira nas espécies de gestores de recursos e administradores fiduciários foi, talvez, o primeiro grande reconhecimento, no texto normativo, do rearranjo estrutural pelo qual já passava a indústria de fundos brasileira. Como reconhecido pela CVM, essas categorias – e seus respectivos requisitos para registro – foram criadas para refletir as diferenças entre as atividades de administração e gestão. Enquanto a administração de um fundo exige de seu responsável uma estrutura operacional e tecnológica semelhante à de instituições financeiras,[489] a gestão de sua carteira, ao seu turno, demanda estrutura e habilidades diferenciadas.

---

[486] Cf. CVM. Edital de Audiência Pública SDM nº 14/11, p. 1. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm1411-edital.pdf>. Acesso em: 26.8.2020.

[487] Cf. CVM. Edital de Audiência Pública SDM nº 4/14, de 28.4.2014, p. 18.

[488] Referida norma foi substituída, sem alteração substancial de conteúdo, pela Resolução CVM nº 21, de 2021, que está em vigor desde 1.7.2021.

[489] Nas palavras da CVM: "[a] estrutura operacional e tecnológica das instituições financeiras é muito similar àquela necessária ao administrador fiduciário para exercer suas atividades de tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros sob administração". Cf. CVM. Edital de Audiência Pública SDM nº 10/14, de 29.10.2014. Disponível em: <https://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html>. Acesso em: 15.2.2021.

Nesse momento, a CVM também parece ter deixado de vincular os deveres de fiscalização do administrador a uma relação de delegação mantida entre ele e o gestor, atrelando essa obrigação de monitoramento ao papel de *gatekeeper* do administrador:[490]

> O gestor de recursos tem funções muito importantes na administração de carteiras de valores mobiliários, entre as quais as de tomar decisões de investimento e, de acordo com a proposta definitiva de instrução, gerir os riscos dessas carteiras.
>
> A função do administrador fiduciário também tem grande relevância, mas é de uma espécie diferente, cabendo a esse administrador atividades de controladoria, custódia e supervisão da higidez da gestão. **O administrador fiduciário é, em resumo, o gatekeeper da estrutura dos fundos de investimento no Brasil.**
>
> **Nesse sistema regulatório, pouco importa quem teve a iniciativa de propor a constituição de determinado fundo. O mais relevante, na verdade, é saber quais são as atribuições de cada participante na estrutura do fundo e garantir que esta divisão de responsabilidades se dê no melhor interesse do beneficiário final do fundo de investimento: o investidor.**
>
> Com a criação de duas categorias de registro de administradores de carteiras de valores mobiliários, a CVM acredita que poderá definir com maior clareza o que espera de cada uma dessas duas espécies de administrador. (negritos nossos)

Finalmente, na Audiência Pública SDM nº 5, de 2015, que resultou na edição da Instrução CVM nº 578, de 2016, relativa aos FIP, foi rompido um importante dogma das normas da autarquia acerca dos fundos: pela primeira vez (desde, ao menos, 1999), possibilitou-se que a gestão do fundo fosse assumida por um terceiro sem impor que o contrato celebrado tivesse uma cláusula estipulando a responsabilidade civil solidária do administrador.[491]

Para a CVM, isso seria possível porque a gestão da carteira de um FIP seria distinta da gestão de fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, bem como diante das peculiaridades na atuação do gestor e do administrador desses veículos em comparação à sua atuação para os demais fundos. Embora tenha acatado a sugestão de exclusão de cláusula de solidariedade entre gestor e administrador no caso dos FIP (mas não entre tesouraria, controladoria e escrituração[492]), a CVM destacou que isso não reduziria "as responsabilidades

---

[490] Segue a afirmativa da CVM:
Cf. CVM. Relatório da Audiência Pública SDM nº 10/14, pp. 9-10.
[491] Cf. Art. 33, §§2º e 3º, da Instrução CVM nº 578 de 2016.
[492] A SDM explicou da seguinte maneira a manutenção da solidariedade nesse contexto: "[c]om referência a sugestão do Benzecry e Pitta, a CVM pondera que para as atividades de tesouraria, controladoria e escrituração, a obrigação de solidariedade contratual deve permanecer, uma vez que tais atividades são relacionadas às atividades

do administrador de monitorar e fiscalizar as atividades do gestor, tampouco de assegurar o adequado cumprimento das disposições da Instrução e do regulamento do fundo".[493]

Como se percebe, não tem havido congruência normativa sobre o assunto ao longo dos anos. Em alguns casos, o administrador é colocado com o principal prestador de serviços e os demais, em especial o gestor, são vistos como meros delegatários seus. Em outros casos, porém, o administrador é visto não como o responsável originário pela atividade de gestão, somente por sua fiscalização. Por fim, existem situações em que administrador e gestor são praticamente alçados a um mesmo patamar, posto que lhes são atribuídas tarefas conjuntas.

3.4 Conclusão do capítulo

O protagonismo normativo do administrador no regime jurídico vigente decorre primariamente da forma jurídica de condomínio que esses veículos historicamente assumiram no regime jurídico pátrio. Diante das limitações desse instituto, as normas infralegais que versaram sobre os fundos de investimento historicamente assumiram que o administrador, além de responsável pela constituição do veículo, também executa todas as atividades necessárias ao funcionamento e à manutenção do fundo, inclusive, a gestão de sua carteira.

Por muito tempo, essa premissa regulatória refletiu perfeitamente a prática local. Os grandes conglomerados financeiros tradicionalmente ocuparam o lugar de principais administradores de fundos de investimento no Brasil e, assim, ficavam responsáveis por realizar todas as distintas atividades necessárias à operação desse veículo. Na verdade, sequer havia grande diferenciação de quais eram essas distintas atividades; todas se misturavam em uma massa comum. Mesmo a gestão da carteira do fundo não escapava a essa realidade.

Esse cenário começa a se alterar notadamente nos últimos anos por dois motivos observáveis não apenas em na indústria brasileira de fundos de investimento, e também a nível global: o aumento de rigidez regulatória e pressões mercadológicas. Em decorrência desses fenômenos regulatórios e de mercado, daquela massa comum passam, cada vez mais, a se descolar diferentes funções especializadas e com profundas diferenças umas das outras.

No Brasil, o desprendimento principal se deu com a atividade da gestão da carteira do fundo, impulsionado com o surgimento dos chamados gestores independentes. E esse

---

de administração e, se forem prestadas por terceiros, cabe ao administrador assumir eventuais danos causados por esses terceiros contratados. Com referência à argumentação do Benzecry e Pitta, a CVM esclarece que não está estabelecendo o regime de solidariedade por meio da Instrução, mas sim exigindo que o contrato entre as partes contenha tal previsão". Cf. CVM. Relatório da Audiência Pública SDM nº 05/15, de 30.8.2016, p. 57.

[493] Cf. Ibid., p. 58.

movimento levou a uma profunda alteração da conformação estrutural da indústria de fundos. Hoje, esse arranjo contempla uma instituição que assume a posição de administrador, enquanto um terceiro a ele independente figura como gestor. Essas atividades, outrora umbilicalmente ligadas, já não mais se confundem. Embora tenha se mantido o administrador como o principal centro de imputação de responsabilidades para fins regulatórios, é o gestor quem desempenha, na prática, o papel de protagonista na governança e na tomada de decisões do fundo.

Ciente disso, a CVM tomou algumas medidas a fim de tornar sua regulamentação mais condizente com a repartição de funções que competem ao gestor e ao administrador de um fundo de investimento, o que vem se intensificando nos últimos anos. Contudo, muitas dessas iniciativas continuaram abraçando o papel normativo de protagonismo do administrador, inclusive para justificar a imposição do dever de fiscalizar o gestor da carteira do fundo.

***

CAPÍTULO IV – O ADMINISTRADOR COMO GATEKEEPER DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO REGIME JURÍDICO BRASILEIRO

4.1 Introdução

O presente capítulo trata de quatro pontos principais. O primeiro deles, de natureza um pouco mais teórica, discute, a partir da base construída anteriormente, o papel normativo do administrador enquanto ator responsável por fiscalizar determinados aspectos da operação do fundo de investimento que são de competência do gestor. Nessa seara, busca-se identificar, de um lado, qual é a justificativa dos deveres de fiscalização atribuídos ao administrador e, de outro, os motivos de essa obrigação de supervisão recair sobre o administrador no regime jurídico brasileiro. O segundo ponto consiste na análise tanto dos marcos fundamentais desse dever de fiscalização já delineados até o momento pela doutrina e pela jurisprudência quanto dos parâmetros relacionados à aferição do cumprimento desse dever. Por sua vez, o terceiro ponto perpassado por este Capítulo, este de cunho mais prático, é a sistematização dos precedentes da CVM sobre o dever de fiscalização. Por fim, o último ponto objeto de discussão são as propostas de reforma regulatória em discussão no âmbito da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, naquilo que toca ao escopo d este trabalho.

4.2 Um debate (quase) oculto: qual é o papel do administrador?

Em outros pontos deste texto já se comentou que ainda hoje o administrador é, sob o ponto de vista formal, considerado o protagonista na construção de um fundo de investimento no regime brasileiro. Ele é tido pelo ordenamento como o responsável por estruturar o fundo de investimento e por definir os termos de seu regulamento. O administrador recebe a responsabilidade por selecionar e contratar, em nome do fundo, terceiros para prestar determinados serviços ao veículo, devendo ainda fiscalizá-los.

Essa premissa regulatória, como repisado, é verdadeira até mesmo em relação à gestão da carteira do fundo. Mesmo quando há um gestor, este é considerado um terceiro em princípio alheio à estruturação e à organização do fundo. Em um prisma exclusivamente jurídico, a participação do gestor seria apenas secundária, sendo, pois, um agente escolhido para gerir a carteira de um fundo de investimento já constituído e com os termos de seu regulamento já definidos unilateralmente pelo administrador.

Ocorre que, a esta altura, não restam dúvidas de que, na prática, ocorre justamente a dinâmica comercial inversa, em especial, por conta da natureza das obrigações assumidas pelo gestor (*front office*) e pelo administrador (*middle* ou *back office*). Com efeito, a característica máxima que demarca um fundo é a entrega de recursos dos investidores a um ator especializado na gestão profissional de recursos, para que possam ser geridos coletivamente como se fossem pertencentes a uma só pessoa. Assim, no atual contexto brasileiro, é o gestor quem usualmente estrutura um novo fundo de investimento e procura uma instituição para figurar como administrador do fundo, muito embora, formalmente, seja este que contrate aquele em nome do fundo. E é por esse motivo que parece haver um certo consenso de que o modelo vigente embute uma distorção no que diz respeito à relevância atribuída aos papeis efetivamente exercidos pelo gestor e pelo administrador no dia a dia de um fundo de investimento.[494]

Essa dissociação entre teoria e prática acaba por ocultar outro aspecto essencial desse sistema, justamente a função normativa dos deveres de fiscalização imputados ao agente que ocupa a posição jurídica de administrador do fundo de investimento. Dito de outro modo, em muito, é possível creditar o quase inexistente debate sobre a origem e os fundamentos do dever de fiscalização do administrador a esse complexo regime jurídico.

No mais das vezes, essas obrigações de vigilância são tomadas como um dado. Mesmo quando corretamente há questionamentos sobre a generalidade e amplitude desses deveres, geralmente não se verifica a presença de um exame a respeito de sua função normativa. Isto é: qual é o sentido dessa obrigação de vigilância? Por que ela recai sobre o administrador? Como aferir se o administrador cumpriu satisfatoriamente com esse dever? São algumas das perguntas

[494] Por exemplo, é essa opinião de Carlos Portugal Gouvêa, então conselheiro do CRSFN: "46. Considerando-se a natureza jurídica de condomínio adotada pelos fundos brasileiros, em teoria, a figura do administrador de propriedade condominial presente no direito civil brasileiro deveria ser ocupada unicamente pela figura do gestor dos fundos de investimento. O gestor deveria ser a figura central na governança corporativa dos fundos de investimento, pois, do ponto de vista prático, conforme identificamos um maior amadurecimento do mercado de fundos, fica evidente que o gestor é efetivamente a figura central. Por isso, cada vez mais, o mercado busca identificar bons gestores, com um bom histórico de performance financeira e governança corporativa, ficando a figura do administrador fiduciário apenas como uma figura acessória, apesar de termos, juridicamente, o sentido contrário, na qual o administrador fiduciário é o agente principal que delega poderes ao gestor". Cf. Ac. CRSFN nº 77/2018, Rel. Cons. Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, j. em 24.04.2018.

que raramente foram feitas[495] e respondidas,[496] embora a doutrina venha modificando esse cenário.

Dos precedentes da CVM também não é possível extrair discussões mais aprofundadas sobre o tema. É bem verdade que, assim como na seara acadêmica, observa-se, na jurisprudência da autarquia e inclusive no âmbito de seu processo normativo, referências esparsas sobre o papel do administrador no regime jurídico dos fundos de investimento, bem como sobre o que motiva a cominação de deveres de fiscalização a esse prestador de serviço. Mas, não parece ser exagerado dizer que todos esses aspectos ainda não estão bem articulados.

Essas afirmativas são corroboradas pelos próprios contornos pouco precisos das responsabilidades fiscalizatórias incumbidas ao administrador de um fundo de investimento nos termos da regulamentação. Como visto em outras partes deste estudo, não existe uma unidade nesse campo, especialmente se considerados os modelos regulatórios dos veículos coletivos de investimento presentes em outros países, nos quais não apenas há clara divisão entre as funções-chave de operação, custódia e supervisão na estrutura de governança do fundo, e também – e talvez principalmente – uma divisão entre (i) os deveres de fiscalização que advém da delegação de atividades, assim entendida a subcontratação feita por conta do próprio prestador de serviços; e (ii) o monitoramento que decorre de uma função de *gatekeeping*..

Diferentemente do que se observa com seus pares internacionais, no quadro em vigor o modelo de governança dos fundos de investimento é ambíguo. Utilizando-se como matriz de comparação a estrutura tripartite investidor-gestor-supervisor, que em alguma medida está refletida na estrutura dos veículos de investimento coletivo estudados, é bem difícil encaixar a figura do administrador. Se, por um lado, ele evidentemente possui obrigações de vigilância em relação àquele que fornece o serviço de gestão para o fundo de investimento, por outro, as múltiplas representações desses deveres variam entre si, ora se aproximando do que outras

---

[495] Otávio Yazbek já perguntou: "[u]m segundo tema relevante é o das obrigações e responsabilidades dos diferentes prestadores de serviços dos fundos. No início da década de 1990, a figura central na indústria era o administrador, instituição que prestava serviço de *back-office* e, não raro, também de gestão das carteiras. Com o tempo, as atividades de gestão foram passando para gestores independentes, o que promove significativas mudanças, do ponto de vista prático e negocial, não necessariamente acompanhadas pela regulamentação - o administrador ainda permanece, para a regulamentação, a figura central, embora a tomada de decisões, e, assim, as próprias feições do produto, venha do gestor. O mesmo ocorre com a terceirização de atividades como a custódia dos fundos. Em que medida a alocação de obrigações e de responsabilidades pela regulamentação ainda corresponde à realidade? Qual o tipo de medida necessária para evitar os riscos desse tipo de arranjo?". Cf. YAZBEK, Otávio. *Prefácio*. In: FREITAS; VERSIANI (Orgs.). Op. Cit., p. 11.

[496] V., por exemplo: VIEIRA, Juliana Botini Hargreaves; TINOCO, Camila. *A delimitação das atribuições dos administradores fiduciários e dos gestores de recursos à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento*. In: HANSZMANN; HERMETO (Orgs.). Op. Cit., pp. 169-210.

jurisdições é mais comum em casos de delegação, ora refletindo o que se esperaria de um ator alçado à posição de Entidade Independente de Supervisão.

Em certa medida, esse descompasso é explicado pela evolução histórica do instituto, conforme descrito ao longo do Capítulo III. Por conta do regime condominial, há natural centralização de responsabilidades nas mãos de um único ator, posição jurídica que, no contexto brasileiro, foi quase sempre ocupada por uma instituição integrante de um conglomerado financeiro. A atribuição, a uma só figura, de todas as responsabilidades pela operação do fundo nunca foi um grande problema – e, na verdade, sequer se tratava de um problema –, pois foi apenas com o movimento de especialização da indústria que foram se descolando atividades especializadas que antes integravam a massa comum de funções atribuídas ao administrador.

Dito de outro modo, foi apenas recentemente – se considerado o completo histórico dos fundos de investimento no Brasil traçado no capítulo anterior – que essa indústria efetivamente se consolidou ao redor da conformação institucional ora existente, em especial, no que diz respeito à clara separação entre as figuras do administrador e do gestor do fundo. Para responder a esse movimento de especialização, foram sendo acrescentadas camadas de responsabilidades ao administrador que, no entanto, não foram uniformes ao longo do tempo. E foi isso o que acabou por colocar em dúvidas qual é, de fato, o papel assumido pelo administrador em relação ao gestor no modelo regulatório de governança dos fundos de investimento brasileiros.

Naturalmente, contudo, tal indefinição não é nada confortável para o agente que ocupa a posição de administrador, sobretudo considerando que a indústria de fundos brasileira passou por um profundo rearranjo estrutural. Não há dúvidas que, no presente, o gestor desempenha um papel de protagonista na governança e no dia a dia do fundo, ao passo que o administrador se tornou um coprotagonista, muito embora tenha sido mantido como o principal centro de imputação de responsabilidades para fins regulatórios. Isto é, o administrador figura, na prática, como um administrador fiduciário, não sendo a gestão um serviço inerente ao seu modelo de negócios. Daí a relevância de o registro na atividade de administração de carteiras na CVM ter sido cindida em duas categorias, a de gestão de recursos e de administração fiduciária, cisão esta que, no entanto, não foi até o momento transplantada para a regulamentação dos fundos.

Como bem explica Marina Copola em artigo versando sobre o gerenciamento do risco de liquidez, cujos comentários são válidos para outros contextos, talvez a principal consequência negativa desse cenário de incerteza seja a instalação de um certo limbo no campo

da divisão de responsabilidades entre os prestadores de serviço do fundo, principalmente na extensão do dever de fiscalização que cabe ao administrador: [497]

> Dito tudo isso, é certo também que, em muitos casos, a distinção entre o gerenciamento de risco a ser efetivado pelo gestor e pelo administrador fiduciário pode se tornar um pouco nebulosa. E isso em especial para o administrador fiduciário que, nos termos da regulamentação, contrata o gestor em nome do fundo e foi incumbido de fiscalizá-lo – mas que, na realidade, como já se destacou acima, é na maior parte das vezes um prestador de serviços escolhido pelo gestor (o dono do fundo). Esta situação pode, por isso, gerar algumas tensões.
>
> **Passou a ser comum, assim, ouvir de participantes de mercado que, para cumprir com a regulamentação e as expectativas do regulador, o administrador fiduciário é obrigado a replicar todos os controles que o gestor aplica, dobrando esforços e, mesmo assim, isso não parece ser suficiente**. (...) (negritos nossos)

Finalmente, a necessidade de clareza quanto ao tema é ainda evidenciada pelo fato de a CVM, após uma longa audiência restrita em que ouviu alguns participantes do mercado, ter recentemente aberto a Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, que ainda se encontra pendente de finalização. A minuta colocada em discussão pela autarquia, como se detalhará adiante neste capítulo, pretende promover uma ampla redistribuição de responsabilidades entre o administrador e o gestor na estrutura jurídica dos fundos de investimento, mantendo, contudo, a incumbência fiscalizatória do primeiro sobre o segundo.

Desse modo, mesmo que essa alteração venha a superar alguns debates mais pontuais que se colocam no regime vigente, não é descartável que seja mantida aquela dificuldade em se traçar uma linha entre o que se espera do gestor e do administrador. E, na medida em que a proposta da autarquia modificará um quadro consolidado desde a década de 1970, isto é, há mais de 50 anos, talvez este seja o momento em que se faça mais necessário jogar luz sobre a posição do administrador no modelo de governança dos fundos de investimento, um debate que, embora relevante por suas consequências, tem, até o momento, sido mantido (quase) oculto.

4.3 Fundamentos do dever de fiscalização no regime brasileiro

Em geral, como visto, existem duas razões que, seguindo a experiência internacional, justificam a atribuição de uma obrigação de vigilância de um ator inserido na estrutura dos

[497] Cf. COPOLA. Op. Cit., pp. 363-464.

veículos de investimento coletivo sobre outro prestador de serviços. De um lado, isso ocorre quando esse ator delega a alguém uma ou mais responsabilidades que, de acordo com o regime jurídico aplicável, são originariamente suas. É o que acontece por exemplo, nas *Management Companies* dos UCITS europeus, que, se subcontratarem terceiros para gerir ou administrar o fundo, devem fiscalizá-los, sendo essa obrigação escrita em termos bastante amplos. Em tal caso, às ManCo são atribuídos deveres de fiscalizar o próprio delegatário.

De outro lado, também se impõe essas incumbências de natureza fiscalizatória ao ator considerado o *gatekeeper*, ou Entidade Independente de Supervisão, do veículo de investimento coletivo. Em linha com os princípios da IOSCO que versam sobre a governança dos fundos de investimento, esses atores funcionam como supervisores independentes da conformidade de determinadas atividades da operação desse veículo às regras regulamentares ou contratuais aplicáveis, em especial, aquelas relacionadas às suas decisões de investimento.

Tratando-se dessa hipótese, para promover a efetividade dessa estratégia jurídica, as normas apontam objetivamente *o que* precisa ser alvo de supervisão, buscando ainda indicar *como* isso pode ser feito. Para continuar no exemplo acima, isso se passa com os *Depositaries* dos UCITS no modelo regulatório da União Europeia, a quem cabe a verificação de cinco tipos de operações, além do monitoramento contínuo dos fluxos de caixa do fundo de investimento.

4.3.1 Delegação *versus gatekeeping*

Dito isso, a pergunta que se coloca é: o que fundamenta os deveres de fiscalização atribuídos ao administrador no modelo regulatório brasileiro de fundos de investimento?

A leitura das normas e dos documentos relativos ao processo de edição não trazem respostas definitivas, na medida em que se percebe a presença de justificativas desencontradas em cada caso. Essa divergência também existe nos precedentes da CVM. No entanto, nas poucas vezes em que o tema é enfrentado mais diretamente, percebe-se haver uma tendência a se atrelar a vigilância exigível do administrador a um regime de delegação. Nessa perspectiva, o dever de monitoramento se originaria de uma delegação – do administrador para outros prestadores de serviço – de funções que seriam originariamente suas. É possível encontrar

alguns votos que indicam essa linha de raciocínio[498] e outros que fazem referência a um vínculo de delegação entre o administrador e o gestor.[499]

Por um lado, é bastante comum a referência de que o administrador possui a faculdade de delegar, ou terceirizar, funções que seriam originariamente suas a outros prestadores de serviço, como um gestor. Trata-se de uma forma corriqueira de exprimir a possibilidade de o administrador, ao menos em tese – como visto na Seção 2.6.4 –, exercer diretamente grande parte das funções necessárias ao funcionamento do fundo de investimento, tal como, aliás, expressamente indica o texto contido no art. 78 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Assim, as expressões delegação, terceirização ou mesmo subcontratação são comumente utilizadas para deixar claro que prestadores de serviços que não o administrador fornecem certos serviços ao veículo, como tipicamente ocorre com a gestão. "O administrador terceirizou a gestão do fundo" é uma frase utilizada com frequência pelos que militam na área.

Por outro lado, um olhar mais atento sobre a questão revela que o uso dessas expressões não reflete com precisão a realidade jurídica – e isso pela simples razão de que, sob o ponto de vista estritamente legal, inexiste uma verdadeira delegação (terceirização, subcontratação) entre o administrador e o gestor do fundo.[500] É o que se extrai da própria norma, notadamente do texto inserido nos arts. 78 e 79, §1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

---

[498] O diretor Gustavo Gonzalez, relator do PAS CVM nº 05/2012, j. em 15.10.2019, proferiu voto em sede de julgamento de processo administrativo sancionador em que afirmou o seguinte: "37. Na regulamentação vigente, portanto, cabe ao administrador fiduciário exercer diretamente todas as atividades necessárias para a manutenção do fundo de investimento ou, o que é mais comum, parcialmente delegá-las a terceiros. Na prática, os administradores usualmente terceirizam uma série de serviços fiduciários – incluindo não só a gestão da carteira, como, por exemplo, a distribuição de cotas e as atividades de tesouraria, escrituração de cotas e custódia de ativos financeiros – mantendo, contudo, responsabilidade por supervisionar os serviços delegados a terceiros".
Na mesma linha, o diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, relator do PAS CVM nº 21/2010, j. em 15.10.2019, manifestou sua opinião da seguinte forma: "302. Sem me alongar sobre o tema, entendo que a regulamentação conferiu ao administrador fiduciário diversas atribuições voltadas a assegurar o regular funcionamento do fundo, as quais, no entanto, são usualmente direcionadas a prestadores de serviços contratados, hipótese em que o regulador impõe ao administrador o dever de supervisionar a atuação desses terceiros contratados. Essa é exatamente a situação vislumbrada no presente caso."

[499] V., por exemplo, PAS CVM nº 01/2005, Rel. Dir. Sérgio Weguelin, j. em 26.11.2008.

[500] Embora escape ao objeto deste estudo, cabe ressalvar, contudo, que: (i) o regime dos FIDC continua falando de uma delegação, nos termos do art. 36, X, da Instrução CVM nº 356, de 2001, bem como ressalta que qualquer contratação se dá sem prejuízo das responsabilidades do administrador, conforme art. 38, §6º, daquela norma; e (ii) o art. 8º da Lei nº 8.668, de 1993, cita em seu texto somente a "instituição administradora", o que tem levado ao recorrente entendimento, por parte da CVM, de que somente o administrador de um FII pode gerir os ativos imobiliários adquiridos pelo veículo, embora um gestor possa ficar responsável pela gestão dos ativos que possuam outras naturezas. Em relação a esse último ponto, cabe transcrever a seguinte manifestação da CVM: "[a] CVM considera que a contratação de um terceiro para a prestação do serviço de gestão de ativos imobiliários não se encontra em consonância com o art. 8º da Lei nº 8.668, de 1993, e com o art. 29, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, segundo os quais a gestão de tais ativos deve ser de responsabilidade do administrador do fundo. Vale notar que, por "gestão", a CVM entende a compra e a venda de ativos imobiliários, e não a administração e monitoramento dos ativos detidos pelo fundo", cf. Relatório da Audiência Pública SDM nº 7/2014, p. 72. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html>. Acesso em: 13.7.2021.

Esses comandos são claros no sentido de que a contratação não é feita por conta do administrador. A contratação, na realidade, ocorre em nome do fundo. No ato de celebração do instrumento contratual com os prestadores de serviço do fundo, o administrador atua como o representante do veículo. Deixando ainda mais evidente todo esse sistema, a norma ainda pronuncia que o administrador tem a obrigação de figurar no instrumento contratual como interveniente-anuente – e, sendo assim, ele não constitui uma das partes do negócio jurídico.

Nesse sentido, à luz desses aspectos, Milena Donato Oliva e Pablo Renteria explicam que "no regime da Instrução CVM n. 558, de 2015, a administração (também denominada administração fiduciária) e a gestão de fundos de investimento constituem atividades autônomas, que não guardam vínculo de delegação entre si".[501] Indo adiante, os autores também esclarecem que o vínculo contratual é firmado diretamente entre o fundo de investimento e seus prestadores de serviço (inclusive o gestor), e não entre eles e o administrador. Confira-se:[502]

> Por muito tempo, a regulamentação só previa a figura do administrador, a quem competia o desempenho de todos os serviços necessários à consecução da finalidade do fundo. Admitia-se, contudo, que, por meio de delegação contratual, o administrador contratasse terceiros para auxiliá-los na realização de parte de suas atribuições, inclusive a gestão da carteira. Formavam-se, assim, sucessivos vínculos contratuais, o primeiro entre os cotistas do fundo e o administrador, e o segundo entre este e o prestador de serviço.
>
> **Tal orientação evoluiu paulatinamente em direção ao reconhecimento do vínculo contratual direto que liga o prestador aos cotistas reunidos no fundo. Esse modelo consolidou-se na Instrução CVM n. 409 de 2004, e se encontra hoje previsto na Instrução CVM n. 555, de 2015.** De acordo com o seu artigo 79, os prestadores de serviço, inclusive o gestor, devem ser contratados diretamente pelo fundo (isto é, pelos seus cotistas), representado no ato por seu administrador. Por exigência regulamentar, este último também deve figurar como interveniente anuente da contratação. (negritos nossos)

Com efeito, como destacado no trecho acima transcrito, nem sempre esse vínculo contratual se estabeleceu entre o fundo de investimento e os terceiros selecionados pelo administrador. Ao contrário, conforme exposto na Seção 3.3.3, houve tempo em que o regime jurídico estipulava que a contratação de terceiros ocorria por meio de contrato firmado entre eles e o administrador. Esse, porém, não é mais o quadro vigente desde as reformas de 2004.[503]

---

[501] Cf. OLIVA; RENTERIA. *Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento*. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Coord.). Op. Cit., p. 20.
[502] Cf. Ibid., pp. 19-20.
[503] Vale salientar que a Instrução CVM nº 558, de 2015, foi substituída, sem alteração substancial de conteúdo, pela Resolução CVM nº 21, de 2021, que está em vigor desde 1.7.2021.

Não fosse pela interpretação literal e pelo histórico do arcabouço jurídico relativo aos fundos de investimento – que substituiu a exigência de uma contratação direta pelo administrador por uma contratação por parte do próprio fundo –, entender que se instala uma relação de delegação entre o administrador e o gestor seria incompatível sistematicamente com o regime jurídico em vigor, na medida em que o administrador não tem liberdade sobre a escolha do gestor. Afinal, a substituição do gestor é uma competência privativa da assembleia de cotistas.[504] Não se admite que o administrador rompa, por sua vontade, o contrato celebrado entre o gestor e o fundo. Estando o fundo em efetivo funcionamento, cabe somente aos seus cotistas, reunidos em sede assemblear e seguindo os ditames contidos na regulamentação, decidirem sobre uma eventual destituição do gestor. E, via de regra, o administrador nem sequer tem a possibilidade de interferir diretamente nessa decisão, já que, por força da vedação contida no quadro normativo, não lhe é dado o direito de votar nas assembleias gerais de cotistas, o que é extensível aos seus sócios, diretores e funcionários, bem como às empresas ligadas a eles.[505] Portanto, eventual ação do administrador em relação à substituição do gestor está necessariamente vinculada à decisão tomada pelos cotistas do fundo de investimento.

Não parece restar dúvidas, portanto, que aquele que assume a posição jurídica de administrador de um fundo de investimento não mantém um vínculo de delegação com o gestor, o qual é contratado diretamente pelo fundo ainda que seja o administrador que represente o veículo no ato dessa contratação. E, assim, não há como se falar que os deveres de natureza fiscalizatória atribuídos ao administrador advêm dessa delegação; como a conexão contratual se estabelece entre o gestor e o fundo, tal subcontratação, juridicamente, não existe.

Diante dessas considerações, parece ser mais adequado entender que o fundamento dos deveres de fiscalização atribuídos ao administrador pelo regime jurídico brasileiro reside, na verdade, no fato de ele ter sido alçado pela regulação à posição de *gatekeeper* dos fundos de investimento, ou, para utilizar a denominação contida nos princípios emitidos pela IOSCO, de Entidade Independente de Supervisão primária desses veículos de investimento coletivo. Com isso se quer dizer que, ainda que em algum momento possa se ter entendido que a origem dos deveres de vigilância do administrador é decorrente de uma relação de delegação mantida entre ele e o gestor, esse raciocínio não mais encontra guarida no regime em vigor, bem como não mais se coaduna com o presente arranjo estrutural da indústria de fundos brasileira.

---

[504] Cf. Art. 66, II, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

[505] Cf. Art. 76 da Instrução CVM nº 555, de 2014. A vedação não se aplica quando: (i) tais pessoas forem os únicos cotistas no momento de seu ingresso no fundo; ou (ii) se houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas presentes à assembleia, manifestada na própria assembleia, ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembleia em que se dará a permissão de voto.

Por esse prisma, o administrador dos fundos de investimento constituídos no Brasil se põe, sob uma perspectiva funcional e comparada, ao lado dos *Depositaries* dos UCITS e AIF europeus; do Conselho de Administração dos *mutual funds* americanos; e do auditor e do Comitê de Compliance dos *managed funds* australianos. Mas, tendo em vista que no modelo brasileiro é também uma pessoa jurídica inserida no dia a dia do fundo que ocupa a posição de *gatekeeper*, a melhor equiparação é, sem dúvidas, com o guardião do primeiro regime.

4.3.2 A racionalidade da eleição do administrador como *gatekeeper*

Sem pretender repetir tudo o que já se afirmou sobre o assunto ao longo dos Capítulos I e II do presente texto, cabe sintetizar em poucas palavras o que isso significa.

O administrador deve ser compreendido como o ator escolhido pelo regulador brasileiro para auxiliá-lo na supervisão dos fundos de investimento. Ele é, assim, a principal Entidade Independente de Supervisão em nosso regime jurídico. Diante das assimetrias de informação e de poder inerentes ao fenômeno da dissociação entre gestores e fundos de investimento – que resulta, em uma típica relação de agência, na transferência ao gestor do poder de decisão sobre recursos dos cotistas que colocam seu dinheiro nesse veículo –, o apontamento do administrador como um supervisor independente inserido na estrutura desses veículos é explicado, sobretudo, como uma estratégia jurídica que visa à mitigação dos potenciais desalinhamentos de interesses que surgem entre o gestor, de um lado, e os cotistas, de outro.

Busca-se, com isso, que a figura do administrador mitigue a existência, no contexto dos fundos de investimento, dos problemas de seleção adversa e, principalmente, de risco moral.

Em linha com o que ocorre em seus pares internacionais, ao impor ao administrador obrigações de vigilância sobre atos que estão sob a responsabilidade do gestor do fundo, a regulação brasileira busca dar uma resposta ao problema de ação coletiva que emerge entre os cotistas, o qual levanta inúmeros empecilhos para que eles próprios realizem diretamente tal supervisão. Por isso, como bem sintetizado pela CVM, "o administrador é o vigia do cotista em relação aos atos praticados pelo gestor, sem prejuízo de suas outras atribuições".[506]

É precisamente essa posição de guardião do administrador que justifica a necessidade de sua independência quanto ao gestor, inclusive com a segregação física de atividades nos casos em que a atividade de gestão e administração sejam exercidas concomitantemente pela

[506] Cf. PAS CVM nº RJ2012/6987, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 13.8.2013.

mesma instituição ou por instituições integrantes de um mesmo grupo econômico.[507] Com efeito, na medida em que compete ao administrador supervisionar a higidez da gestão, seria um contrassenso permitir que essas atividades fossem realizadas em um ambiente comum, pois levaria a uma fragilização do papel de supervisão que a regulamentação espera que seja realizada por parte do administrador quanto à atuação do gestor do fundo.[508]

Em outras palavras, a eleição do administrador como Entidade Independente de Supervisão, ou *gatekeeper*, decorre, por essa perspectiva, dos conflitos de agência inerentes aos veículos de investimento coletivo. Mas, é certo que as funções especificamente atribuídas ao administrador nessa qualidade são, assim como em outros modelos jurídicos, explicadas por inúmeros fatores, o que inclui preocupações de natureza sistêmica. Com efeito, são precisamente essas particularidades locais que explicam o fato de as Entidades Independentes de Supervisão assumirem distintas responsabilidades em distintos modelos regulatórios.[509]

O administrador reúne as características típicas para que um agente econômico seja elevado pela regulação à condição de *gatekeeper*.[510] Teoricamente, o administrador pode ser dissuadido de forma bastante eficiente a não compactuar com práticas irregulares cometidas por terceiros, na medida em que as instituições que assumem essa posição jurídica são *repeat players* do mercado de fundos, fornecendo esse serviço para centenas ou milhares de veículos concomitantemente. Prova disso é a elevada concentração nesse mercado: em termos de patrimônio dos fundos de investimento administrados, as 5 primeiras instituições concentram nada menos do que 55% da trilionária indústria brasileira de fundos; e as 10 primeiras, 83%.[511]

---

[507] Cf. Art. 27 da Instrução CVM nº 558, de 2015. Atualmente, tal previsão está consubstanciada, com o mesmo texto, no art. 27 da Resolução CVM nº 21, de 2021, que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015 e está em vigor desde 1.7.2021.

[508] Em linha com a justificativa dada pela CVM sobre os motivos pelos quais não se admite que uma mesma pessoa ocupe as posições de responsável pelas atividades de gestão e administração fiduciária: "[s]e o administrador de carteira acumular os registros de administrador fiduciário e gestor de recursos, especificamente, não seria adequado o seu diretor de carteiras atuar, concomitantemente, na gestão e no BackOffice, porque as atividades de custódia e de controladoria de ativos e de passivos devem estar totalmente segregadas das atividades de gestão de recursos (art. 27 da proposta definitiva de instrução). Desse modo, será obrigatória a indicação de dois diretores de administração de carteira, caso o administrador seja registrado nas categorias gestor de recursos e administrador fiduciário". Cf. CVM. Relatório da Audiência Pública SDM nº 14/11, p. 34.

[509] Nas palavras da IOSCO: "*SC5-member jurisdictions agree that, as a primary principle, CIS Governance must provide for the independent review and oversight of the CIS Operator's duties, including most notably the prevention of conflicts of interest. However, as a result of structural differences between the various CIS models within SC5 jurisdictions, both the scope of the duties that are subject to oversight, and the entity or entities that provide independent review and oversight, vary between the jurisdictions".* Cf. IOSCO. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Final Report (Part I)*, p. 5.

[510] Cf. HAENSEL. Op. Cit., pp. 103-111.

[511] Dados referentes a março de 2021. Cf. ANBIMA. *Ranking de Administradores de Fundos de Investimento*. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/administradores.htm>. Acesso em: 20.4.2021.

Ao menos em tese, essa característica traz duas consequências desejáveis sob o ponto de vista da regulação. Por um lado, a mera ameaça de sanção coloca uma sombra sobre o negócio daquelas instituições, especialmente em relação ao seu capital reputacional, levando à adoção de medidas para promover a obstaculização de eventuais ilícitos de terceiros. Por outro, o administrador acumula profundo conhecimento sobre o ambiente regulatório em que está inserido, o qual, ao ser compartilhado com os sujeitos que estão sob sua fiscalização, pode induzir a uma menor incidência de desconformidades não intencionais.

Para além disso, como a preservação da credibilidade consiste em um objetivo comercial bastante relevante para tais instituições, isso em teoria serve como contrapeso aos limitados benefícios que elas eventualmente poderiam ter ao compactuar com irregularidades. Ao mesmo tempo, os administradores são prestadores de serviço que já estão inseridos na estrutura dos fundos e, nessa qualidade, têm direta ou indiretamente acesso às informações e condutas consideradas relevantes pela regulação. Ou seja, a imposição de deveres de *gatekeeping* ao administrador se aproveita da posição privilegiada que ele já ocupa no dia a dia do fundo de investimento, bem como das tarefas por ele desempenhadas no exercício de suas atividades.

Dito isso, não pode se ignorar o fato de que, em razão da conformação bancocêntrica que marca o histórico da indústria brasileira de fundos de investimento, é até mesmo natural que os reguladores tenham elegido a instituição que assume o papel do administrador – geralmente, uma grande instituição financeira – como aquela que servirá como *gatekeeper* dos fundos de investimento no sistema jurídico nacional. Com efeito, as opções regulatórias são determinadas não apenas por escolhas econômica e juridicamente racionais tomadas pelos fazedores de políticas públicas, mas também, e talvez principalmente, por legados ("*legacies*"), instituições ("*institutions*") e decisões ("*decisions*") que influenciam essas escolhas.[512]

Assim sendo, sem prejuízo da racionalidade subjacente à eleição do administrador como *gatekeeper* do modelo de governança brasileiro de fundos de investimento, esse atributo

---

[512] Na explicação de Otávio Yazbek: "[.] as instituições não nascem pura e simplesmente da conduta racional do 'homem econômico', que procura, de maneira quase natural, administrar riscos, reduzindo custos de transação ou circundando as falhas do sistema de mercado. Pelo contrário, o arcabouço institucional decorre também de elementos culturais, de processos políticos, da estrutura jurídica ou administrativa preexistente e mesmo da forma de inserção de cada país na economia mundial. Apenas para simplificar, evitando a consideração desse conjunto tão complexo de determinantes, pode-se, seguindo Elster *et al.* (1998, p. 293 e ss.), reconhecer três tipos de variáveis, diferenciadas pela sua estrutura temporal e pelo grau de intencionalidade a cada caso, que afetam aquele arcabouço e que se combinam para determiná-lo: são os 'legados' (*legacies*), 'instituições' (*institutions*) e 'decisões' (*decisions*).
Os 'legados' seriam, de acordo com essa concepção, tudo aquilo que, vindo do passado, determine os resultados e situações presentes [.]. As 'instituições', por sua vez, são deliberadamente criadas para determinados fins, ganhando corpo em regras, estruturas ou padrões aos quais se procurou outorgar uma certa durabilidade. [.] Por fim, as 'decisões'afetam a realidade no curto prazo [.]". Cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 262.

conferido ao administrador pode ser igualmente explicado como um desdobramento natural e histórico do processo de desenvolvimento da regulação dos fundos de investimento no regime jurídico pátrio. E a escolha por alçar o administrador como o guardião dos fundos de investimento também ser até mesmo ser considerada, em outra vertente, como uma aposta nesse modelo, tendo em vista, em especial, a alta concentração existente no mercado de administração de fundos de investimento no Brasil, conforme anteriormente explicitado.

Feitas essas considerações a respeito do papel do administrador, fato é que compreender sua posição no âmbito do modelo brasileiro de governança dos fundos de investimento não encerra o debate. Ao reverso, um outro, e talvez mais importante, se inicia. Da delimitação de qual é o verdadeiro papel atribuído ao administrador em seu relacionamento com o gestor advém relevantes consequências regulatórias, como a constatação de que a existência de uma ampla e genérica obrigação de vigilância, além de economicamente eficiente e de potencialmente limitar, de forma indevida, a autonomia do gestor, acaba também por colocar em perigo a própria efetividade da estratégia regulatória em questão. Por isso, em linha com a literatura e com os princípios e experiências internacionais, as obrigações de vigilância que cabem ao administrador precisam ser interpretadas objetivamente.

4.3.3 Um novo olhar para uma velha conclusão

O exame dos precedentes da CVM demonstra que o regulador vem fazendo, há algum tempo, um amplo exercício no sentido de melhor delimitar, por meio da jurisprudência, o papel ocupado e, principalmente, o padrão de comportamento esperado por parte do administrador do fundo em seu escopo de supervisão do gestor. Mesmo quando se justifica a atribuição de vigilância ao administrador a uma suposta delegação de suas atividades ao gestor – fundamento esse que, como visto, não condiz com o regime vigente –, ainda assim se percebe que a CVM essencialmente já considera que o administrador, no modelo de governança dos fundos de investimento, ocupa, na verdade, a função de um supervisor independente do veículo.

Desse modo, afirmar que "o administrador é o *gatekeeper* do fundo de investimento" não é, a toda evidência, nenhuma novidade. Pelo contrário, referências a isso são encontradas há algum tempo na doutrina[513] e na jurisprudência da autarquia.[514]

Contudo, como dito, não parece ser suficiente tão-só afirmar que um ator é considerado um guardião para fins da regulação, uma vez que tal vagueza pode levar a efeitos contrários àqueles usualmente pretendidos com o uso dessa estratégia regulatória. Não por outro motivo, houve um amplo exercício com o objetivo de delimitar os requisitos de independência, os poderes e as funções que devem caracterizar os *gatekeepers*, ou Entidades Independentes de Supervisão, dos veículos de investimento coletivo. E olhar os administradores dos fundos de investimento brasileiro a partir desse ângulo fornece um prisma analítico para compreender os fundamentos e, o que é ainda mais importante, os limites de suas obrigações de vigilância.

Nesse sentido, em alguns precedentes, especialmente naqueles apreciados à época em que a diferenciação entre o administrador e o gestor não era tão evidente e consolidada na indústria de fundos, foram firmados entendimentos que sugerem que cabe ao administrador atuar de uma maneira que extrapola as competências que, em linha com a experiência internacional, devem ser exigíveis do ator que ocupa a posição de guardião, ou de Entidade Independente de Supervisão, no modelo de governança dos veículos de investimento coletivo.

Ou seja, embora a conduta do administrador no exercício de seu dever de fiscalização seja muitas vezes analisada sob uma perspectiva correta, a inexistência de uma chave analítica para tanto traz obscuridades que, ao fim, pode redundar em injustiças. Exemplo disso são os casos mais antigos, entretanto ainda paradigmáticos, como o PAS CVM nº RJ2012/6987, de 13.8.2013, no âmbito do qual se afirmou que, em casos de desenquadramentos, o "administrador tem o dever de determinar ao gestor a venda de certos ativos que estão em desacordo com a política de investimento estipulada no regulamento. O próprio administrador tem o poder de vender ativos do fundo quando estes não estão aderentes ao regulamento".

Essa conclusão embute um juízo de que o administrador retém algum comando em relação à matéria mesmo nos casos em que o fundo conta com um gestor. Indica-se, afinal, que cabe ao administrador proceder à alienação de ativos não condizentes com os limites aplicáveis sem a necessidade de participação do gestor na realização dessas operações, isto é, um

---

[513] Eduardo Pavia, por exemplo, diz que: "[o] administrador e o gestor possuem papéis essenciais na indústria, sendo o primeiro considerado pela CVM como *gatekeeper* do fundo e o segundo o verdadeiro tomador de decisões acerca dos investimentos da carteira" Cf. PAVIA. Op. Cit., p. 159.

[514] Em manifestação de voto no PAS CVM nº RJ2012/12201, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 4.8.2015, o então presidente da CVM Leonardo Pereira afirmou: "6. E não é esse o comportamento que se espera das administradoras, que funcionam como verdadeiras *gatekeepers* das regras de funcionamento dos fundos".

reenquadramento compulsório. E também se extrai dessa conclusão de que o administrador detém certa autoridade hierárquica sobre o gestor – isso porque ele teria não apenas o poder, mas sim o dever, de determinar ao gestor a venda dos ativos desenquadrados.[515] Em tese, um administrador que não atue nessa linha quando diante de um desenquadramento poderia vir a ser considerado como em violação ao seu dever de fiscalização.

Uma situação específica ajuda a ilustrar a problemática dessa linha de entendimento. Em muitos casos, um desenquadramento pode ser ocasionado não porque determinado ativo em si infringe o regulamento – um exemplo anedótico seria a aquisição de imóveis para fundos que não admitem esse tipo de ativo –, e sim porque alguma baliza foi extrapolada quando da aquisição de tal ativo, como o limite de concentração por emissor ou, então, o limite por modalidade de ativo. Nessas situações, que inclusive tendem a ser as mais comuns, é possível proceder ao ajuste da carteira de diversas formas, não apenas pela alienação do ativo que, em última instância, levou ao desenquadramento. Assim sendo, pergunta-se: e se a alienação do ativo que deu causa ao desenquadramento for a pior das soluções? Caberá ao administrador decidir como atuar nessas circunstâncias? Caso o gestor entenda que há outras maneiras mais eficientes para reenquadrar a carteira do fundo, a decisão final compete a qual dos dois? O administrador responde se o reenquadramento compulsório causar danos ao fundo?

O raciocínio contido no citado precedente levanta muitas perguntas não respondidas, todas aparentemente decorrentes da falta de uma chave analítica mais precisam para se compreender o papel do administrador.[516] A visão exposta no PAS CVM nº RJ2012/6987 sobre a atuação do administrador no contexto de desenquadramentos não se coaduna com sua posição de guardião, como se detalhará adiante. E por isso a relevância de se delimitar com maior precisão o que significa dizer que o "administrador é o *gatekeeper* dos fundos de investimento".

4.4 Perspectivas do dever de fiscalização

A presente Seção busca apresentar alguns pilares do padrão de comportamento esperado do administrador no exercício de seu dever de supervisionar o gestor. O que se busca, com isso,

[515] Outro trecho do voto proferido pela diretora Ana Novaes também transparece essa percepção: "7. (.) Contudo, o fato de o administrador não ter o poder de punir administrativamente o gestor, evidentemente, não o desobriga de atuar de modo diligente, exigindo que o gestor atue no melhor interesse do cotista, observando as normas e o regulamento do fundo, comunicando inclusive a esta CVM o desenquadramento do fundo por parte do gestor, conforme disposto no §1º do art. 88 acima transcrito".

[516] Por óbvio, o raciocínio construído no âmbito do referido precedente reflete, em muito, a à época ainda muito pouco precisa diferenciação entre as funções carreadas pelo administrador e pelo gestor de fundos de investimento, razão pela qual a presente crítica deve ser lida em termos e em seu próprio contexto.

é a sistematização de certas perspectivas da obrigação de supervisão do administrador em relação ao gestor tal como entendida no presente, na medida em que, naturalmente, não se tem aqui a pretensão de se esgotar o assunto e nem mesmo de se tecer regras definitivas.

Com efeito, diante da dinamicidade e permanente evolução da indústria de fundos de investimento, um mapeamento desse tipo está e sempre estará parcialmente defasado.

4.4.1 Avaliações de risco inicial e periódica

Diante da dinâmica comercial mais comum no mercado, o primeiro passo que se espera do administrador é que ele, ainda antes de aceitar figurar nessa posição para determinado fundo de investimento, faça uma avaliação de risco não apenas sobre a estrutura do gestor – o que comumente se chama de "*know your partner*" –, mas também sobre características do próprio fundo de investimento, como sua política e estratégia de investimento. Como já dito na doutrina, "a função fiscalizatória começa na própria aceitação do gestor e do fundo".[517]

Nesse sentido, com relação ao gestor, cumpre rememorar que a CVM já se manifestou no sentido de que "nos casos em que a gestora procura o administrador, é também importante que o administrador se certifique de quem ele está 'contratando' como gestora, fazendo uma análise criteriosa da gestora e de seu histórico de atuação no mercado".[518]

Assim sendo, os precedentes indicam que alguns aspectos que precisam ser considerados nos procedimentos de *due diligence* são a verificação do histórico do gestor (data de constituição, data de obtenção de autorização para atuar como administrador de carteiras, principais aspectos de fundos de investimento geridos e administrados por outras instruções, dentre outros); o histórico e a qualificação de seus principais sócios e diretores responsáveis; e, além disso, um entendimento quanto à estrutura humana e física do gestor, por exemplo, um mapeamento sobre as áreas de gestão, *compliance* e gerenciamento de liquidez. Naturalmente, neste momento também deve ser destinada atenção aos procedimentos implementados pelo gestor que estão intrinsicamente relacionados aos aspectos que o administrador deverá fiscalizar, por exemplo, a existência de processos que possibilitem o rateio equitativo de ordens entre fundos de investimentos nos casos em que o gestor se utiliza da faculdade de grupamento.

Por sua vez, no que diz respeito ao próprio fundo, é relevante um entendimento quanto à sua natureza, escala e complexidade. Podem ser objeto de atenção especial o público-alvo do fundo, sua política de investimentos (como os ativos que serão negociados e em quais

[517] Cf. COPOLA. Op. Cit., p. 362.
[518] PAS CVM nº RJ2012/6987, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 13.8.2013.

mercados), a esperada frequência de negócios, bem como aspectos relacionados ao risco de liquidez – por exemplo, se as regras relativas ao resgate de cotas, no caso de fundos abertos, são condizentes com a liquidez dos ativos que serão negociados pelo fundo.

Um importante ponto a ser acessado nesse momento, conforme se extrai do PAS CVM nº RJ2016/295,[519] de 2019, diz respeito à clareza dos limites de investimento que serão incorporados ao regulamento. Na hipótese de existirem termos muito genéricos, mesmo que frequentemente utilizados como jargão de mercado, cabe ao administrador se assegurar que ele e o gestor possuem a mesma interpretação sobre tal termo, sendo indicado, nesses casos, que se sejam feitas modificações de modo a não deixar dúvidas sob os olhos de terceiros, inclusive o regulador, sobre o que aquele limite efetivamente significa. Isso porque, como se destacará adiante, é a partir desses parâmetros que o gestor deve nortear suas decisões de investimento, cabendo ao administrador fiscalizar, *a posteriori*, a sua observância.

Os contornos e a profundidade da avaliação de risco a ser feita pelo administrador naturalmente precisam ser calibrados a cada caso concreto. Para os casos de fundos de investimento em que há a intenção de negociação de ativos de crédito privado, por exemplo, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN), área técnica da CVM responsável pela supervisão dos fundos de investimento e seus prestadores de serviços, possui orientações bastante prescritivas a respeito da estrutura do gestor desse tipo de fundo, salientando que cabe ao administrador se atentar a esses aspectos.[520]

Em resumo, antes mesmo de aceitar atuar nessa posição para um determinado fundo de investimento, cabe ao administrador fazer um exame da aderência, tanto do gestor quanto do próprio fundo, aos tópicos mais relevantes contidos na regulamentação – com especial atenção para aqueles que trazem os maiores riscos –, o que é verdadeiro não apenas no caso dos fundos de crédito privado, mas também para os fundos de investimento em geral.

Isto posto, cumpre salientar que essa avaliação de riscos precisa ser atualizada periodicamente, sendo certo que a fixação dessa periodicidade de reavaliação é influenciada por inúmeros fatores, como o nível de risco (tanto do gestor quanto do fundo) identificado no levantamento inicial. Reavaliações são também relevantes no caso de ocorrerem eventos internos ou externos[521] que possam levar o administrador a desconfiar que seu entendimento

---

[519] PAS CVM nº RJ2016/295, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 7.5.2019. Recurso no CRSFN pendente de julgamento (Processo nº 10372.100281/2019-43).

[520] Cf. Ofício-Circular/CVM/SIN/ Nº 6/2014, de 5.12.2014.

[521] Diz a Instrução CVM nº 558, de 2015: "Art. 28. O administrador fiduciário deve exercer suas atividades de forma a: I – identificar e avaliar fatores internos e externos que possam afetar adversamente a implementação da política de investimentos. (.)". Atualmente, tal previsão está consubstanciada, com o mesmo texto, no art. 31, I, da Resolução CVM nº 21, de 2021, que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015 e está em vigor desde 1.7.2021.

quanto ao gestor e quanto ao fundo de investimento não mais representa a situação corrente. É natural, desse modo, que existam diferentes periodicidades para distintos tipos de fundos e de gestores, cumprindo ao administrador defini-las à luz das circunstâncias concretas e observadas as regras eventualmente aplicáveis, como aquelas contidas na autorregulação.[522]

Dois são os principais motivos que justificam a necessidade dessa avaliação de riscos inicial e periódica. De um lado, em especial quando da aceitação do encargo para figurar como administrador de um fundo de investimento, o racional por trás dessa necessidade de avaliação é o de que os administradores, diante de seu capital reputacional e dos riscos envolvidos, não aceitem administrar fundos quando o veículo ou o seu gestor não atendam a critérios mínimos contidos na regulamentação. É nesse contexto, portanto, que se insere a obrigação de análise prévia e criteriosa que a regulamentação prevê. O que se almeja é que a recusa do administrador acabe afastando do mercado os gestores que não possuam estrutura ou competências adequadas para atuar enquanto tal, bem como que os fundos de investimento distribuídos aos investidores estejam, especialmente nos seus aspectos mais relevantes, de acordo com o que dispõem as normas aplicáveis. Trata-se de uma típica função de *gatekeeper*.[523]

De outro lado, a avaliação de riscos inicial e periódica a respeito do gestor e do fundo de investimento também é relevante para que o administrador construa uma visão ampla sobre as particularidades de ambos e, assim, incorpore isso aos seus procedimentos de supervisão, ajustando-os durante o período de funcionamento do fundo de acordo com eventual diminuição ou incremento de riscos. Como já ressaltado pela CVM, "a fiscalização dos prestadores de serviços dos fundos de investimento não pode se restringir ao momento da contratação, sob pena de o papel de *gatekeeper* do administrador fiduciário ficar extremamente fragilizado".[524]

Neste ponto, é importante mencionar que, mesmo não existindo uma relação de delegação entre o administrador e o gestor do fundo de investimento, os processos acima mencionados são relevantes e, em certa medida, indispensáveis. Não por outro motivo, como visto anteriormente, também no caso dos *Depositaries* dos UCITS e AIF europeus as normas legais e as melhores práticas afirmam ser essencial uma análise de riscos prévia com o objetivo, com base nesse exame, serem elaborados os procedimentos de fiscalização a serem adotados por aquele guardião, os quais necessitam ser regularmente atualizados.[525]

---

[522] Cf. Art. 23 do Código ANBIMA.
[523] Cf. COPOLA. Op. Cit., p. 362.
[524] Cf. CVM. Relatório da Audiência Pública SDM nº 14/11, p. 149.
[525] Nos termos do Art. 3 (1) da UCITSD-CDR: "1. *At the time of its appointment, a depositary shall assess the risks associated with the nature, scale and complexity of the investment policy and strategy of the UCITS' and with the organisation of the management company or the investment company. On the basis of that assessment, the*

4.4.2 Rotinas de fiscalização

De mais a mais, a fiscalização que compete ao administrador efetuar enquanto guardião do fundo de investimento é concretizada por meio de rotinas de supervisão das operações que, nos termos da regulamentação, lhe compete verificar. Para utilizar dos termos usualmente constantes nas normas regulamentares, cabe ao administrador desenvolver, implementar e continuamente cumprir com regras, políticas, procedimentos e controles internos, formalizados e passíveis de verificação, voltados à fiscalização do fundo. Assim, a supervisão carreada pelo administrador ocorre fundamentalmente por meio de processos automatizados executados por sistemas eletrônicos, característica que está presente em grande parte dos serviços periféricos necessários à operação de um fundo de investimento, como custódia e administração.

Sistematicamente, pode-se falar que existem três principais momentos em relação a tais rotinas de fiscalização. A começar pelo seu desenho e implementação, uma vez que elas devem ser efetivas, no sentido de que precisam ser capazes de verdadeiramente possibilitar que o administrador exerça a supervisão que dele se espera. E isso, consequentemente, abrange a necessidade de que tais rotinas de fiscalização sejam proporcionais à complexidade daquilo que se anseia fiscalizar. Isto é, essas rotinas serão mais rígidas ou menos rígidas a depender de inúmeros fatores, tais como os riscos relacionados tanto ao fundo de investimento quanto ao gestor – e daí a importância das avaliações inicial e periódica comentadas anteriormente.

A conclusão do regulador europeu, cabe dizer, é bastante semelhante no que diz respeito ao *Depositary*. De fato, conforme afirmado pela ESMA, "*as a general principle, the depositary should set up procedures and processes which are proportionate to the estimated risks*".[526]

Indo adiante, um segundo momento é a reavaliação em intervalos regulares, pelo administrador, da efetividade e proporcionalidade dessas rotinas de fiscalização. Com isso, o que se ressalta é a visão de que os procedimentos implementados pelo administrador precisam ser continuamente hábeis a detectar ou obstar eventuais irregularidades.

Do contrário, com o passar do tempo e ante às evoluções da indústria, os mecanismos de supervisão acabariam por se tornar defasados, colocando em risco o próprio papel de

---

depositary shall devise oversight procedures which are appropriate to the UCITS and the assets in which it invests and which are then implemented and applied. Those procedures shall be regularly updated."

[526] Conforme opinião da ESMA que deu base para a edição da AIFMD-CDR pela Comissão Europeia: "*ESMA considers that, as a general principle, the depositary should set up procedures and processes which are proportionate to the estimated risks. Upon its appointment the depositary would therefore be required to make an assessment of the most significant risks to be controlled for the specific AIF taking into account various factors (e.g. the size of the AIF and of the AIFM, the type of assets, the procedures in place at the AIF / AIFM / third party, the AIF's trading frequency etc)*". Cf. ESMA's Technical Advice, p. 165.

gatekeeper do administrador, que é substancialmente concretizado por meio de tais mecanismos. Mais uma vez, contudo, é certo que a periodicidade dessa reavaliação dependerá de inúmeros fatores. Cabe ao administrador definir a frequência de testes e outras avaliações considerando, por exemplo, o potencial de risco e a probabilidade de falhas.

Por fim, o terceiro momento é a tempestiva correção de falhas que sejam identificadas tanto no decorrer das reavaliações periódicas quanto nos casos em que elas se materializarem em outros contextos. Se são naturais e esperadas deficiências ocasionais nas rotinas de fiscalização implementadas pelo administrador – não significando, por si só, violação às suas obrigações regulatórias –, também é verdadeiro que, no caso de materialização de alguma falha, compete ao administrador atuar prontamente para mitigar os seus efeitos e corrigir sua causa, de modo a evitar o alastramento das consequências decorrentes de tal falha e sua recorrência.

Em suma, como sintetizado no voto condutor proferido pelo então diretor Pablo Renteria no âmbito do PAS CVM nº RJ2013/5456, os administradores "estão obrigados a estabelecer rotinas efetivas de fiscalização e a avaliar, regularmente, a eficácia desses procedimentos, com vista a corrigir falhas eventuais e introduzir aperfeiçoamentos necessários".

4.4.3 Abordagem baseada em risco

Diante da natureza fiscalizatória de suas atribuições enquanto *gatekeeper*, não há a necessidade de o administrador replicar e nem mesmo examinar individualmente todos os processos envolvidos na operação do fundo que estão sob a competência primária do gestor.

Com efeito, não se pode perder de vista que também o gestor está sujeito a um regime fiduciário que dele exige uma atuação não apenas no sentido de satisfazer os melhores interesses dos cotistas, mas também estrita observância do disposto nas regras aplicáveis, sejam elas decorrentes das normas emitidas pelo regulador ou autorregulador ou mesmo se estiverem inseridas nos documentos do fundo de investimento, como o seu regulamento (com especial destaque para a política de investimentos). E o gestor, naturalmente, responde na esfera competente nos casos de eventuais violações às suas próprias obrigações.

Diante disso, exigir do administrador que fizesse uma dupla checagem integral, isto é, de cada um dos processos que competem ao gestor efetivar, equivaleria, na prática, a demandar que o administrador se substituísse ao gestor. E isso, além de economicamente ineficiente uma vez que subverteria a própria lógica da execução de diferentes atividades do fundo por distintos prestadores de serviços nelas especializados, potencialmente levaria ao aumento de custos ou mesmo à diluição de responsabilidades, como exposto anteriormente.

Não por outro motivo, por meio de voto proferido pelo à época diretor Henrique Machado, relator do PAS CVM nº RJ2014/12081, julgado em 18.6.2019, a CVM reconheceu, em caso que versava sobre a atividade fiscalizatória do administrador de fundos de investimento, que o "dever de fiscalizar não significa dever de refazer ou verificar cada operação realizada pelo terceiro contratado".

O que cabe ao administrador, na verdade, é a implementação de rotinas de fiscalização que possibilitem um acompanhamento contínuo dos aspectos da operação do fundo de investimento que impliquem em maiores riscos à sua higidez, isto é, aqueles itens em que há as maiores probabilidades de falhas e os maiores potenciais de danos. Naturalmente, visualizar a tarefa fiscalizatória do administrador por essa perspectiva equivale a dizer que sua supervisão segue primordialmente uma lógica de abordagem baseada em risco.

Essa percepção está alinhada ao que se entende ser o papel do *Depositary* no modelo europeu de governança dos fundos de investimento. Com efeito, também nesse regime jurídico a ideia que perpassa toda a função fiscalizatória de tal *gatekeeper* é o de que suas atenções devem estar voltadas para os pontos de maior risco, sendo desnecessária a realização ostensiva de replicações. Nos termos do ABBL/ALFI Guidelines, tendo em vista a concepção de que o *Depositary* atua em uma função de supervisão, ele deve ser capaz de avaliar se procedimentos adequados são implementados, competindo-lhe então focar suas atenções "*on exceptions and risky items rather than double-checking and/or duplicating every single process as implemented by the management/investment company or its delegates*. [527]

Também o Código ANBIMA, como exposto em outra parte deste texto, incorpora essa mesma visão ao prever que as instituições sujeitas a observar esse documento precisam implementar uma metodologia de supervisão baseada em risco. Assim, no que diz respeito ao administrador do fundo de investimento, as normas autorregulatórias o guiam a destinar maior atenção, no âmbito de sua supervisão, aos prestadores de serviço que: (i) demonstrem maior probabilidade de apresentar falhas em sua atuação; ou (ii) representem potencialmente um dano maior para os investidores e para a integridade do mercado financeiro e de capitais.

Contudo, com exceção das instituições vinculadas à ANBIMA, vale dizer que inexiste nas regras regulamentares uma obrigação expressa de que o administrador institua e oriente sua supervisão a partir de uma abordagem baseada em risco. Esse ponto foi objeto de discussão no PAS CVM nº RJ2011/4517, julgado em 17.12.2013, no qual se decidiu que, nos termos da regulamentação vigente à época – e que, nesse ponto, não foi alterada –, inexistiria a

[527] Cf. ABBL/ALFI Guidelines, p. 6.

obrigatoriedade, por parte dos administradores de fundos de investimento, de implementação de sistemas de supervisão pautados em uma abordagem baseada em risco. [528]

Mais precisamente, o precedente fixado no referido caso foi no sentido de que uma acusação contra administradores de fundos de investimento, com base em uma suposta omissão em suas obrigações fiscalizatórias, não merece prosperar somente a partir da constatação de que eles não desenvolveram sistemas de supervisão nivelados por risco – e isso porque não há nada na regulamentação que expressamente o exija. Por outro lado, ao proferir o seu voto, o então diretor Otávio Yazbek, relator do PAS CVM nº RJ2011/4517, reconheceu o mérito da recomendação da área técnica no sentido de que os administradores de fundos de investimento podem implementar mecanismos de supervisão baseada em risco.[529]

Portanto, se o entendimento corrente é no sentido de que inexiste uma norma regulamentar que imponha ao administrador o dever de executar sua supervisão por meio de uma abordagem baseada em risco, não há nada que impeça a adoção dessa metodologia – e, na verdade, o que se extrai do precedente acima mencionado vai exatamente no caminho contrário, na medida em que houve o reconhecimento de se tratar de uma maneira meritória de o administrador do fundo de investimento exercer os seus deveres de cunho fiscalizatório.

Ainda assim, não se pode deixar de registrar que, à falta de uma norma regulamentar que expressamente admita ao administrador adotar uma abordagem baseada em risco em sua atuação fiscalizatória, continua a persistir, na prática de mercado, um fundado receio na incorporação desse sistema de supervisão por parte dos administradores, de modo que seria salutar o reconhecimento dessa possibilidade no texto das normas aplicáveis.

4.4.4 Atuação *ex post*

Circunstância inerente ao papel de *gatekeeper* assumido pelo administrador na governança dos fundos de investimento é o de que sua ação fiscalizatória, via de regra, ocorre *após* a realização da atividade sujeita à sua supervisão. Daí porque ser possível falar, à luz dessa atuação *ex post*, que o ofício do administrador, no que diz respeito ao seu encargo de supervisão do gestor, acaba por ser equiparável ao que, no ambiente organizacional, seria denominado de

[528] PAS CVM nº RJ2011/4517, Rel. Dir. Otávio Yazbek, j. em 17.12.2013. Ac. CRSFN nº 103/2017, Rel. Cons. Thiago Paiva Chaves, j. em 14.3.2017. Esse mesmo raciocínio foi posteriormente citado no PAS CVM nº RJ2012/12201, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 4.8.2015.

[529] Afirmou o diretor Otávio Yazbek, relator do PAS CVM nº RJ2011/4517: "16. Diante do exposto, apesar de reconhecer o mérito da recomendação da área técnica, não me parece razoável reconhecer falha de fiscalização pela ausência de adoção de sistema de supervisão baseada em risco".

"segunda linha de defesa".[530] Isto é, enquanto *gatekeeper*, o administrador fornece um duplo controle de conformidade de determinados aspectos da operação do fundo de investimento.

Vale transcrever a lição de Alexandre Brandão da Veiga com relação ao *Depositary* e que, de maneira geral, igualmente explica a função do administrador no regime brasileiro:[531]

> Os depositários [i.e., *Depositary*] têm uma função de controlo da legalidade e regularidade da gestão do fundo. A sua função é a de garantir a boa gestão do fundo pela entidade gestora [i.e., ManCo], nomeadamente do cumprimento do regulamento de gestão, perante os participantes. A violação deste dever gera responsabilidade autónoma dos depositários. (...)
>
> Estas funções de controlo de legalidade em sentido lato (abrangendo a lei, os regulamentos, e o regulamento de gestão) é um traço essencial da atividade do depositário, mas em nada escusa a entidade gestora nessa sede. O que se pretende é estabelecer um duplo controle da "*compliance*", como veremos a propósito da separação de funções.

Essa característica influencia e interage em múltiplas dimensões com as incumbências fiscalizatórias do administrador. Para além de trazer algumas evidentes limitações à ação do administrador nos casos em que ele depende de informações em posse do gestor para efetuar suas rotinas de fiscalização – o que ressalta a necessidade de as normas preverem que tais informações sejam fornecidas ao administrador para que este possa exercer suas atividades –, talvez o principal efeito dessa característica resida no fato de o gestor e o administrador em geral atuarem, no mais das vezes, em diferentes momentos do funcionamento do fundo.

A mencionada divisão fica bastante clara no que toca às operações da carteira do fundo, contexto no qual compete ao gestor aferir, antes de selecionar e negociar determinado ativo em favor do fundo, a aderência deste ao regulamento e às demais regras vigentes, ao passo que ao administrador, por sua vez, cabe efetuar essa verificação depois da realização da operação. Em que pese nada impedir que um arranjo distinto seja entabulado entre esses prestadores de serviço, o mais comum é que essa divisão, que está refletida na regulamentação, se mantenha.[532]

---

[530] Essa característica é ressaltada por Marina Copola em relação ao gerenciamento do risco de liquidez, mas os comentários são também válidos para a atribuição fiscalizatória do administrador de maneira geral: "[d]iferentemente do caso do gestor, porém, que deve ser amparado no processo de tomada de decisão e seleção de ativos, aqui a estrutura [de gerenciamento do risco de liquidez] deve estar voltada para o monitoramento e validação daquelas mesmas decisões – se aproximando do que no ambiente organizacional se denominaria como 'segunda linha de defesa'. Cf. COPOLA. Op. Cit., p. 363.

[531]" Cf. VEIGA. Op. Cit., p. 139.

[532] A respeito da atuação do administrador e do gestor em relação ao enquadramento, vale citar os termos do Ofício-Circular n° 3/2021/CVM/SIN, de 8.3.2021: "I) Periodicidade e metodologia do monitoramento do enquadramento do fundo aos limites de concentração em fatores de risco.

As providências de administradores e gestores sobre o tema se iniciam com a definição da classe do fundo, ainda em sua fase de estruturação, e devem ser tomadas de forma continuada ao longo de toda a trajetória operacional

Essa diferença, a propósito, está igualmente consolidada na jurisprudência da CVM. Ela foi ressaltada, por exemplo, no PAS CVM nº RJ2012/6987, de 2013, no âmbito do qual a relatora, a então diretora Ana Novaes, destacou que "não se exige que o administrador (...) fiscalize previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor". E, no PAS CVM nº RJ2014/3161, de 2020,[533] destacou-se que "[n]ão cabe atribuir ao administrador responsabilidade por não ter evitado eventual prejuízo ao não obstar a realização do negócio, pois sua verificação, como bem aponta a defesa da Administradora, ocorre *ex post"*.

O entendimento é similar na União Europeia. Um importante debate a esse respeito ocorreu previamente à edição da AIFMD-CDR, norma que detalha as regras contidas na Diretiva 2011/61/EU (AIFMD), aplicável aos gestores de fundos de investimento alternativos. Tendo em vista a amplitude da obrigação contida no art. 21(9)(c) da referida Diretiva, segundo o qual o *Depositary* não deve executar ordens a ele dadas por um *Alternative Investment Fund Manager* caso tal ordem esteja "em desacordo com as regras", a ESMA, ao propor a redação que deu origem à AIFMD-CDR, explicou que não se espera que aquele guardião atue de maneira prévia para aferir a conformidade de tais ordens, mas, sim, *após* a sua realização, em especial no que diz respeito às regras de investimento e limites de alavancagem.[534]

---

do fundo, em bases diárias, através da definição, execução e monitoramento dos controles e processos que garantam seu permanente enquadramento.
Respeitados os processos e a metodologia de cada administrador, entendemos que as seguintes etapas se constituem como mínimas recomendáveis para garantir um adequado monitoramento do tema:
- Identificação dos fatores de risco de cada ativo e derivativo negociado pelos fundos administrados e cadastramento desta informação nos sistemas de controle.
- Parametrização desses sistemas com os limites de concentração da carteira nos principais fatores de risco do fundo (definidos em conjunto com o gestor) de maneira consistente com a classe do fundo e seus limites previstos na Seção V da Instrução, assim como com outros limites previstos em regulamento.
- Verificação, ainda que automatizada, das operações realizadas pelo gestor de forma a garantir a aderência com os fatores de risco definidos previamente para o fundo e que não extrapole os limites previstos para a classe e o regulamento.
- Consolidação diária da exposição da carteira do fundo por fator de risco, considerando os derivativos pelo seu valor nocional de exposição, para monitorar a aderência aos parâmetros e limites definidos previamente.
- Em caso de identificação de desenquadramento, potencial ou efetivo, do fundo, deve o administrador informar de imediato ao gestor e à CVM (se efetivo) e diligenciar pelo seu enquadramento no melhor interesse dos cotistas.
II) Interação entre administrador e gestor.
Conforme dispõe o art. 104 da Instrução, compete ao gestor avaliar a observância do enquadramento do fundo antes da realização das operações e ao administrador acompanhar essa aderência até o prazo máximo de 1 (um) dia.
Entendemos que um ponto chave para o adequado funcionamento do referido monitoramento é a interação constante e ágil entre administrador e gestor, que, dentro das respectivas esferas de atribuições e competências regulatórias, compartilham a responsabilidade pelo enquadramento continuado da carteira do fundo, visando à melhor compreensão das estratégias de gestão e da política de investimento do fundo, sendo assim recomendável que se definam processos ou protocolos para garantir a eficiência dessa comunicação continuada, seja ela prudencial ou para o endereçamento de situações de desenquadramentos efetivos."

[533] PAS CVM nº RJ2014/3161, Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 10.11.2020. Recurso no CRSFN não localizado.

[534] "*54. Read literally, Article 21(9)(c) could be interpreted as a requirement for the depositary to perform in all instances ex-ante controls of instructions received from the AIFM. ESMA believes that such a requirement would not be possible to meet in most cases. The advice therefore sets out a general principle with which the depositary*

A esta altura, no entanto, a pergunta que se coloca é: e se o administrador verificar que houve um desenquadramento na carteira do fundo de investimento?

É certo que, tratando-se de um desenquadramento ativo, cabe ao administrador do fundo, observados os prazos aplicáveis, comunicar a identificação desse evento de desenquadramento tanto ao gestor quanto à CVM, conforme estipula a regulamentação.[535]

A maior dúvida aparece quanto ao que deve o administrador fazer após essa notificação, uma vez que, segundo as normas, cabe a ele "diligenciar pelo [...] reenquadramento no melhor interesse dos cotistas". [536] Como exposto, extraem-se da jurisprudência do regulador, como por exemplo do PAS CVM nº RJ2012/6987, manifestações segundo os quais caberia ao administrador determinar ao gestor a alienação de ativos que estiverem em desacordo com o regulamento ou com as regras vigentes e, no limite, realizar reenquadramentos compulsórios.

Diante da posição de *gatekeeper* do administrador, e considerando os pontos expostos anteriormente, essa não parece ser a melhor leitura. Lembre-se, a propósito, que os princípios internacionais indicam que o guardião não deve se imiscuir em tarefas relacionadas à gestão do fundo, sob pena de se instalar uma indevida confusão entre sua atuação como executor das estratégias de investimento e supervisor da conformidade desses negócios às regras contratuais e regulamentares aplicáveis.[537] Caminhando no mesmo sentido, na União Europeia, o que se espera é que o *Depositary*, ao identificar violações às restrições e limites de investimento ou alavancagem, obtenha junto ao gestor do fundo instruções sobre a reversão da operação.[538]

---

would have to comply to fulfil its duty under Article 21(9)(c), which consists of setting up a procedure to verify on an ex-post basis in most cases the compliance of the AIF with all applicable law and regulation and the AIF rules and instruments of incorporation. The advice further requires the depositary to specifically monitor the AIF's compliance with the investment restrictions and leverage limits defined in the AIF's offering documents. For this purpose, and in line with paragraph 9 of Box 75, procedures should be in place governing situations in which the depositary should be informed, or where a prior agreement from the depositary is needed, in relation to modifications to the AIF's offering documents." Cf. ESMA's Technical Advice, p. 169.

[535] Cf. Art. 104, §4º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

[536] Cf. Art. 104, §2º, II, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

[537] Nesse sentido, conforme indica a IOSCO: "[t]*he Independent Oversight Entities could not have any delegated power with regards to the management of the assets of the CIS. The objective of this rule is to provide for an adequate separation between asset management and supervisory functions. The Independent Entities, or their members, are essentially required to perform a supervisory function and are not to be involved with the management of the assets, or the operational aspects of the CIS. This could lead them to oversee a management function that they had previously fulfilled. After all, with respect to independence of the oversight process, there is indeed a major incompatibility between performing one task and then checking it*". Cf. IOSCO. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Part. II - Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the 'Independent Oversight Entities (Final Report),* p. 8.

[538] Cf. Considerando 109 da AIFMD-CDR: "[i]*f the limits or restrictions set out in the applicable national law or regulations or the AIF rules and instruments of incorporation are breached, the depositary should, for example, obtain an instruction from the AIFM to reverse the transaction that was in breach at its own costs*".

Portanto, uma interpretação mais adequada para o problema acima parece ser a solução dada nos termos do Código ANBIMA. Ou seja, a de que, em casos tais, cabe ao administrador obter explicações e acompanhar a implementação do plano de ação delineado pelo gestor. [539]

A esta altura, cumpre registrar que, caso a minuta de regulamentação ora em discussão por meio da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, venha a ser implementada da maneira como proposta pela CVM, o entendimento de cabe ao administrador determinar a venda de ativos desenquadrados ou mesmo realizar reenquadramentos compulsório deixará até mesmo de ser praticável. E isso, vale dizer, não apenas por conta da proposta relativa à redistribuição de responsabilidades entre o gestor e o administrador do fundo de investimento, mas também porque, em linhas gerais, o custodiante deverá acatar ordens advindas somente do gestor.[540] Em outras palavras, o administrador sequer estará mais legitimado a dar ordens em nome do fundo.

Se não parece haver grandes dúvidas quanto à separação de atribuições em relação ao enquadramento das operações da carteira, ainda persistem dúvidas em relação a outro aspecto bastante relevante do funcionamento de um fundo de investimento, notadamente no caso dos fundos abertos: o gerenciamento de seu risco de liquidez.

Como exposto nas Seções 2.6 e 3.3.3, as normas regulamentares afirmam que cabe ao administrador e ao gestor atuarem *conjuntamente* nesse contexto, contudo tanto a doutrina quanto recente iniciativa da ANBIMA apontam no sentido de que o dever primário do gerenciamento do risco de liquidez recai sobre o gestor, que é quem, afinal, detém o controle sobre a carteira do fundo de investimento; ao administrador, nessa perspectiva, além do fornecimento ao gestor das informações necessárias ao gerenciamento de tal risco, caberia um dever de cunho fiscalizatório. Apesar dessa última linha interpretativa parecer ser mais consentânea com a divisão de funções atribuídas ao gestor e ao administrador – com aquele geralmente atuando *a priori* e este, *a posteriori* –, ainda não se pode dizer que há clareza quanto ao tema. Diante disso, o assunto mereceria maior reflexão para a superação de tais divergências.

4.4.5 Análise objetiva das operações

Um subproduto da mencionada divisão de funções consiste no entendimento de que a função fiscalizatória do administrador está limitada a uma análise objetiva da conformidade dos negócios efetuados pelo gestor aos limites e restrições dispostos no regulamento do fundo e nas

[539] Cf. arts. 27 a 30 do Código ANBIMA.

[540] Para maior precisão, cabe salientar que o art. 32 da minuta de Resolução ora em discussão na Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, dispõe que o custodiante deverá "acatar somente as ordens emitidas pelo gestor e, se houver, cogestor, ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizados."

normas aplicáveis. Ou seja, o que se exige do administrador é um exame objetivo, e não de mérito, da compatibilidade das operações feitas pelo gestor para a carteira do fundo. Não há, portanto, a obrigação de o administrador efetuar um juízo de valor quanto às operações da carteira do fundo, seja de maneira prévia, seja posteriormente à sua realização. [541]

Ressalte-se que essa perspectiva tem sido mantida na jurisprudência da CVM mesmo nos casos em que o administrador, por quaisquer motivos circunstanciais, acabe por ter conhecimento prévio de algum tipo de problema de qualidade em determinado ativo que o gestor pretenda adquirir para a carteira do fundo do fundo de investimento.

Esse assunto foi objeto de ao menos dois precedentes. No primeiro, o PAS CVM nº RJ2015/12087, julgado em 2018, o administrador foi absolvido de uma acusação por suposta violação ao seu dever de diligência por não ter, segundo a área técnica da CVM, obstado a aquisição de determinado ativo para o fundo de investimento mesmo tendo produzido e encaminhado ao gestor uma análise técnica que apontava para diversos problemas no título.

No segundo precedente, o PAS CVM nº RJ2014/3161, de 2020, discutiu-se uma acusação semelhante, que também culminou na absolvição do administrador. Nesse caso, seguindo o voto da diretora relatora Flávia Perlingeiro, a CVM decidiu que não implica necessariamente em violação ao dever de diligência o fato de o administrador ter ciência do elevado risco de crédito do emissor de um título que o gestor pretende adquirir para o fundo de investimento e, ainda assim, não embargar a realização dessa operação. E isso, nas palavras da diretora , porque não cabe ao administrador do fundo efetivar um exame de mérito, e tampouco "impedir aquisições de ativos amparadas em decisão de investimento que está na esfera de atribuições do gestor, até mesmo porque, via de regra (e, no caso, não era diferente), as operações dos fundos prescindem de uma autorização do administrador para ocorrer".

4.4.6 Sinais de alerta

Se é verdade que não cumpre ao administrador proceder a uma análise do mérito das operações feitas pelo gestor em nome do fundo de investimento, também é verdadeiro que isso não significa que o administrador está autorizado a efetuar apenas um exame superficial.

---

[541] No mesmo sentido, a SIN já afirmou o seguinte: "[é] também entendimento da SIN que tais exigências não implicam na obrigação, ao administrador, de fiscalizar previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, muito menos que exerça juízo prévio de valor dos títulos e/ou valores mobiliários que são selecionados pelo gestor". Cf. Item 1.22 do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 5/2014, de 21.11.2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0514.pdf>. Acesso em: 3.5.2021.

Ao reverso, na hipótese de existirem indícios apontando no sentido de que uma operação executada pelo gestor possa estar em desconformidade com o disposto no regulamento do fundo ou nas normas vigentes, é preciso que o administrador, em observância aos seus deveres fiduciários, empreenda diligências adicionais para averiguar tais suspeitas.[542]

Nos termos do voto proferido pela à época diretora Luciana Dias, relatora do PAS CVM nº RJ2012/12201, cabe ao administrador, "diante de determinados sinais de alerta (*red flags*), proceder a análises mais detalhadas sobre o cumprimento ou não da regulamentação em vigor e dos documentos do fundo por parte das gestoras". Em tais casos, espera-se que o administrador busque outras fontes de informação públicas, não podendo se contentar apenas com explicações e dados que lhes sejam fornecidos pelo próprio gestor.

Vale registrar, neste ponto, que algumas circunstâncias que já foram consideradas pela CVM como sinais de alerta que deveriam chamar a atenção dos administradores dos fundos de investimento são: (i) ativos adquiridos por valores acima dos praticados em mercado; e (ii) alterações bruscas no perfil de risco dos ativos integrantes da carteira de um fundo.

Em relação à ativos de crédito privado, colhe-se dos precedentes que, de acordo com a autarquia, são potenciais sinais de alerta: (i) a semelhança entre os quadros de sócios e de administradores entre emissor e gestor; (ii) a coincidência, presente ou passada, no endereço de funcionamento entre emissor e gestor; (iii) gestores recém-constituídos ou recém-autorizados pela CVM para o exercício da atividade de administração de carteiras; e, ainda, (iv) o fato de a primeira aquisição feita para a carteira de um fundo ser um ativo de crédito privado de emissor que é parte relacionada ao gestor do fundo de investimento.

4.4.7 Reporte ao regulador

Uma das facetas do dever de fiscalização que vem sendo enfatizadas na jurisprudência diz respeito à obrigação de o administrador comunicar determinados eventos à autarquia nos casos previstos na regulamentação. Isto é, uma das dimensões da eleição do administrador como guardião dos fundos de investimento no modelo de governança brasileiro consiste na atribuição de um papel de informante ("*whistleblower*") a esse ator.

---

[542] Na mesma linha, segundo a ESMA: "*55.ESMA considers the depositary should, for example, check that the AIF's investments are consistent with its investment strategy as described in the AIF's rules and offering documents with a view to ensuring it does not breach its investment restrictions, if any. The depositary should also monitor the AIF's transactions and investigate any 'unusual' transaction it has identified in conjunction with its cash monitoring duties*.". Cf. ESMA. ESMA'S Technical Advice, p. 169.

Duas hipóteses de comunicação obrigatória à CVM já foram ressaltadas por meio dos precedentes. A primeira e principal delas diz respeito à ocorrência de desenquadramentos.[543] Espera-se que o administrador, tão logo constate esse evento, comunique tanto o gestor – como mencionado acima – quanto o regulador. Conforme voto proferido pela relatora, a então diretora Ana Novaes, no PAS CVM nº RJ2012/6987, de 2013, "o administrador diligente deve alertar o gestor e a CVM quando da ocorrência do desenquadramento da carteira do fundo".

É importante ressaltar que, nos termos da regulamentação, essa comunicação ao gestor e à CVM deve ocorrer até o final do dia seguinte à data do desenquadramento.[544] Contudo, é preciso colocar esse prazo em perspectiva, na medida em que uma das possíveis leituras poderia levar ao entendimento de que tal prazo é contado a partir da data de realização da operação que ocasionou o desenquadramento. Porém, essa não parece ser a melhor leitura para o dispositivo.

Por um lado, os sistemas de supervisão do administrador devem ser capazes de permitir ao administrador acompanhar diariamente o enquadramento da carteira do fundo (com base no patrimônio líquido do fundo com no máximo um dia defasagem),[545] detectando eventuais desenquadramentos tão logo as operações sejam liquidadas.[546] Por outro lado, fato é que a caracterização de um real desenquadramento pode não ser uma tarefa simples, demandando diligências adicionais por parte do administrador – o que, aliás, dele se espera nessas situações.

Assim, notadamente nos casos em que o administrador necessita conduzir investigações mais aprofundadas por conta da existência de *red flags*, não parece ser adequado entender que o administrador possa vir a infringir essa faceta de seu dever de fiscalização caso deixe de efetuar referido reporte até o dia seguinte da realização da operação.

Uma leitura mais adequada à complexidade do tema – e muitos dos precedentes aqui citados deixam claro que pode haver um nível de dificuldade bastante alto nesse contexto – é a de que a comunicação deve ser feita até o final do dia seguinte à data em que o administrador conclua sua análise sobre a efetiva ocorrência de um desenquadramento, o que ressalta, mais uma vez, a relevância da formalização dos procedimentos executados pelo administrador.[547]

---

[543] No caso, desenquadramentos ativos, uma vez que as hipóteses de desenquadramentos considerados *passivos* se submetem a uma lógica e procedimentos distintos, cf. Art. 105 da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[544] Cf. Art. 104, §4º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[545] Cf. Art. 104, §1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.
[546] Como ressaltado pela SIN: "[n]este sentido, e ainda diante também da leitura do Art. 65-A, da Instrução, é esperado do administrador diligente que ele seja capaz de verificar, por meio de seus sistemas de supervisão, o desenquadramento da carteira dos fundos que administra tão logo suas operações sejam liquidadas". Cf. item 1.22 do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 5/2014, de 15.9.2014.
[547] Em linha com o que dispõe a regulamentação aos casos de uma operação, proposta de operação ou situação atípica detectada ser caracterizada como uma suspeição que mereça comunicação à Unidade de Inteligência Financeira, nos termos do art. 22, §3º, da Instrução CVM nº 617, de 2019.

A outra hipótese de comunicação já destacada concerne aos casos nos quais o administrador, no exercício de suas funções, se depara com indícios de cometimento de irregularidades por parte do gestor. Esse ponto foi destacado no âmbito do PAS CVM nº RJ2015/12087, julgado em 24.7.2018. Nele, ressaltou-se que, embora não caiba ao administrador realizar análises técnicas sobre o mérito das operações do fundo, é sua obrigação, caso entenda que há indícios de violação por parte de seus deveres – inclusive deveres fiduciários –, comunicar essas evidências à CVM, assim como dispõe a regulamentação.[548] Até este momento, no entanto, inexistem orientações mais concretas sobre essa obrigação.

4.5 Parâmetros de aferição da responsabilidade do administrador

Compreendidas as perspectivas da obrigação de supervisão do administrador em relação ao gestor tal como entendidas no presente, os parágrafos abaixo têm por objetivo delinear alguns parâmetros relacionados à aferição do cumprimento desse dever que podem ser extraídos da doutrina e da jurisprudência, iniciando pela natureza dessa incumbência.

Mas, mais uma vez, não se pode deixar de ressalvar que as linhas a seguir apenas trazem os pontos mais relevantes a respeito do tema e não ambicionam esgotar o tema.

Naturalmente, o exame da conduta efetivamente adotada pelo administrador do fundo de investimento quando do exercício de sua obrigação de vigilância precisa, em qualquer caso, ser temperado pelas características e circunstâncias do caso concreto. Isso porque, em última instância, está sob análise o seu dever de diligência, ainda que em uma dimensão fiscalizatória.

4.5.1 Obrigação de meios

A atribuição de supervisão que o regramento coloca sobre o administrador de um fundo de investimento é espécie de obrigação de fazer. Afinal, nesse contexto, o administrador não se vincula a entregar qualquer coisa, seja ela certa ou incerta, ao fundo de investimento ou aos seus cotistas. O administrador está obrigado, na verdade, a prestar um serviço ao fundo, do qual uma das dimensões consiste, justamente, em sua responsabilidade por fiscalizar determinadas atividades da operação desse veículo. Não parece haver dúvidas sobre esse ponto.

A partir dessa primeira delimitação, é então necessário perquirir a que a ela se segue. Em outras palavras, cabe aferir a natureza da incumbência fiscalizatória que se impõe ao

[548] Cf. Art. 16, VIII, da Instrução CVM nº 558, de 2015. Atualmente, tal previsão está consubstanciada, com o mesmo texto, no art. 18, VIII, da Resolução CVM nº 21, de 2021, que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015 e está em vigor desde 1.7.2021.

administrador em sua qualidade de *gatekeeper*, uma vez que as obrigações de fazer, como se sabe, são usualmente classificadas em tipos bastante distintos. De um lado, encontram-se as obrigações de resultado. Nestas, há uma vinculação do devedor ao atingimento de um determinado resultado útil por meio de sua atividade. De outro lado, estão as obrigações de meios, nas quais o devedor se obriga a adotar os seus melhores esforços com vistas a atingir aquele resultado útil, sem, no entanto, comprometer-se com o seu efetivo alcance.[549] Ou, como bem sintetiza Sérgio Cavalieri Filho, "enquanto o conteúdo da obrigação de resultado é o resultado em si mesmo, o conteúdo da obrigação de meio é a atividade do devedor".[550]

A consequência mais relevante de tal distinção reside na avaliação do adimplemento da obrigação. Nos casos em que se está diante de uma obrigação de resultado, esta é, em regra, adimplida quando se atinge o resultado útil estipulado entre as partes. Contudo, quando se trata de obrigação de meios, o adimplemento pode se dar mesmo que isso não ocorra; nessa hipótese, para se avaliar o cumprimento ou não da obrigação pactuada, é preciso proceder a um exame da diligência do devedor e, mais precisamente, se essa se deu ou não de acordo com o padrão de comportamento aplicável. Tratando-se de obrigações de meios, não haverá inadimplemento do devedor se este tiver empregado o cuidado que dele seria esperado nas circunstâncias ao perseguir aquele objetivo, ainda que, ao final, o resultado acordado não tenha sido atingido.[551]

Quanto ao administrador do fundo de investimento, então, a pergunta que se apresenta é: qual é a natureza da obrigação de supervisão que a regulamentação lhe atribui?

Para responder essa interrogação, é válido relembrar que, no vigente ordenamento jurídico, considera-se, por força de lei, que as atividades executadas pelos prestadores de serviço de um fundo de investimento constituem obrigação de meios. O art. 1.368-D, § 2º, do Código Civil, ora estipula que "[a] avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços".

Como já assentado na doutrina, esse dispositivo necessita ser interpretado com algumas ressalvas, já que há casos em que a obrigação não apenas do administrador, mas também de outros prestadores de serviço dos fundos de investimento, como o custodiante, são melhor caracterizadas como sendo obrigações de resultado, e não de meios.[552]

---

[549] Cf. NEVES, José Roberto de Castro. *Direito das Obrigações*. 3ª edição. Rio de Janeiro: GZ, 2012, p. 115.
[550] Cf. CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil.* 10ª edição. São Paulo: Atlas, 2012, p. 379.
[551] Cf. TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde de; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos do Direito Civil: Responsabilidade Civil*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 210.
[552] Cf. YAZBEK, Otávio. *A Lei nº 13.874/2019 e os Fundos de Investimento*. Op. Cit., p. 565. V., também, OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. *Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento*. In:

Ainda assim, não parece haver dúvidas de que o comando contido na parte final do § 2º do art. 1.368-D se amolda perfeitamente àquilo que se exige do administrador de um fundo de investimento no exercício de seu dever de fiscalização – isto é, que ele adote as providências esperadas nas circunstâncias para bem desempenhar sua incumbência de supervisionar certos aspectos da atividade do fundo de investimento. Trata-se de uma típica obrigação de meios.

Essa também tem sido a firme posição do Colegiado da CVM desde o primeiro precedente em que esse debate teve lugar de forma mais aprofundada: o PAS CVM nº RJ2013/5456, julgado em 20.11.2015. Nesse verdadeiro *leading case*, restou vencedor, nesse ponto, o voto divergente proferido pelo então diretor Pablo Renteria, no qual este manifestou sua opinião no sentido de que "o dever de fiscalização que compete ao administrador de fundos (...) constitui obrigação de meios, em virtude da qual aqueles se comprometem a empregar os seus melhores esforços na supervisão dos serviços prestados por terceirizados".[553]

Muito embora a referência a "terceirizados" na passagem acima precise ser lida com um grão de sal, uma vez que, como aludido, no sistema atual a relação dos prestadores de serviço se dá com o fundo – e não com o administrador –, fato é que a ideia ali contida tem ampla aceitação e vem sendo reiterado desde então.

Assim sendo, em precedente julgado recentemente, o Colegiado da CVM ratificou aquele racional e mais uma vez decidiu que "o dever do administrador de fiscalizar terceiros contratados pelo fundo constitui obrigação de meio e não de resultado", nos termos do voto proferido pela diretora relatora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº RJ2014/3161, de 2020.

Compreender dessa maneira os deveres do administrador, a propósito, está em plena consonância com o que se espera do dever de fiscalização de um *Depositary* no regime europeu.

Nesse sentido, como explica Dirk Zetzche, "[w]*ith regard to harm caused to investors beyond lost assets, the depositary is liable for its negligent or intentional failure to properly fulfil its obligations pursuant to the UCITSD*". E complementa o referido autor: [t]*his fault-based liability particularly applies to violations of the depositaries' cash monitoring and oversight duties as well as to the registration requirement applicable to assets that cannot be held in custody"*.[554] E, confirmando essa interpretação, Sebastian Hooghiemstra afirma que

HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Coord.). Op. Cit., p. 24. Por fim, vale também remeter ao profundo debate ocorrido na União Europeia quando da edição da AIFMD sobre a responsabilidade do custodiante por perda de ativos, cf. HOOGHIEMSTRA. Op. Cit., pp. 211-222.

[553] Cf. PAS CVM nº RJ2013/5456, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 20.10.2015.

[554] Cf. ZETZCHE. Op. Cit., 70.

"*this standard of liability is being referred to in practice as an obligation of means, i.e. a standard of care to act without negligence or willful failure to execute one's responsibilities*".[555]

4.5.2 Ocorrência de falhas pontuais

Uma relevante implicação do entendimento acima – de que a supervisão atribuída ao administrador caracteriza uma obrigação de meios – é de que a descoberta de irregularidades em operações que devem ser objeto de verificação pelo administrador não leva automaticamente à determinação de que ele descumpriu com os seus deveres. Não basta que se conclua que atos realizados por agentes sob a fiscalização do administrador foram irregulares para que, a partir disso, seja caracterizada sua respectiva falha, na medida em que é perfeitamente possível que desvios ocorram a despeito dos melhores esforços do administrador.

Diante da natureza de meios dessas obrigações, não se faz possível inferir, sem análises adicionais, que o administrador deixou de diligentemente adotar os cuidados que dele são exigidos pela regulamentação somente porque, em alguma circunstância específica, esses cuidados não foram suficientes para obstaculizar ou mesmo para tempestivamente detectar a prática de alguma desconformidade. E isso porque, ainda nas palavras do à época diretor Pablo Renteria no PAS CVM nº RJ2013/5456, "a experiência comum nos mostra que irregularidades podem ocorrer, nada obstante a diligência e a dedicação daquele encarregado da supervisão".

Daí ser preciso, na esfera do exame de responsabilidades, dissociar as figuras – e as condutas – do gestor e do administrador nos casos em que haja indícios, ou mesmo prova, de que o primeiro falhou com suas obrigações. Conforme firmado pelo Colegiado por meio do voto então diretor relator Gustavo Borba no PAS CVM nº 06/2012, julgado em 2018, a "falta de diligência ou irregularidade verificada na atuação do gestor não deve, por si só, autorizar a conclusão de que o administrador transgrediu o seu dever de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados." É dizer, assim, como bem sintetizado no voto proferido pela diretora relatora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº RJ2014/3161, que "o cumprimento diligente do dever de fiscalização pelo administrador do fundo não se confunde com a obrigação do gestor", razão pela qual "a absolvição de um não implica, necessariamente, na do outro".

Trata-se, a propósito, de entendimento cujo racional extrapola a relação mantida entre o administrador e o gestor. Na verdade, seja qual for o prestador de serviços que incumbe ao administrador fiscalizar, estar-se-á diante de uma obrigação de natureza equivalente. Assim é

[555] Cf. HOOGHIEMSTRA. Op. Cit., p. 212 (nota de rodapé nº 667).

que, também nos casos em que a supervisão diz respeito a atos de outros agentes do fundo de investimento, como o custodiante, não conduz, por si só, a uma conclusão peremptória de que o administrador deixou de cumprir, de maneira adequada e razoável, com os seus deveres regulamentares, o fato de ele circunstancialmente não ter conseguido frustrar ou descobrir uma ou outra irregularidade. Não por outro motivo, a CVM já decidiu que "uma possível falha na prestação dos serviços pelo custodiante não acarreta, necessariamente, na violação do dever de fiscalização," considerando que "o administrador pode ter adotado um sistema adequado de fiscalização e atuado com elevada diligência na supervisão do custodiante e, ainda assim, não ser capaz de evitar a entrega de um serviço de qualidade duvidosa pelo contratado".[556]

Em síntese, a mera verificação de o gestor ter infringido os seus próprios deveres – sejam eles decorrentes do regulamento do fundo ou cominados pela regulamentação –, não implica na pronta conclusão, de forma reflexa e derivada, de que o administrador igualmente deixou de atender suficientemente às suas atribuições fiscalizatórias.

E, se é verdade que a ocasional falha do administrador em obstar ou identificar o cometimento de uma irregularidade – especialmente as de maior gravidade ou grande magnitude ou mesmo, no outro extremo, aquelas que de fácil detecção – possa ser considerada como um indício, um ponto de partida, de que o administrador não foi satisfatoriamente cuidadoso em seu monitoramento, também é verdadeiro que isso, exclusivamente, não conduz a um juízo definitivo quanto à violação dos deveres fiscalizatórios que lhe são atribuídos.[557]

Não seria mesmo adequado entender o contrário. Em especial, não se pode perder de vista que a operação de um fundo de investimento é multifacetada, envolvendo não apenas operações de diferentes naturezas (negociações de ativos, subscrição e resgate de cotas, distribuição, precificação, controle de liquidez, dentre outras), mas também distintas instituições que ficam responsáveis por executá-las – e tudo isso, é claro, combinado com o fato de um administrador comumente figurar nessa qualidade para centenas ou milhares de fundos de investimento ao mesmo tempo. Falhas esporádicas nos mecanismos de fiscalização adotados pelo administrador não são apenas possíveis; elas são, na verdade, naturais e esperadas. E, como em qualquer serviço mais complexo, isso não se traduz, sozinho, em falta de diligência.

---

[556] Cf. PAS CVM nº RJ2014/2099, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 1.12.2016

[557] Nesse sentido, disse o diretor relator Gustavo Borba no PAS CVM nº 06/2012, julgado em de 20.8.2018: "*271.* Diante disso, repita-se, ao avaliar eventual responsabilidade do administrador, a existência de irregularidades cometidas por terceiros contratados representa um primeiro indício, a apontar possível falha ou ineficiência nas rotinas de supervisão do administrador. No entanto, tal indício não bastaria para a formação de um juízo definitivo sobre a sua conduta, devendo ser conduzidas diligências no sentido de comprovar que, de fato, havia uma falha nos mecanismos de supervisão mantidos pelo administrador".

Por sinal, uma leitura extremamente rígida e descolada da realidade, como seria aquela segundo a qual os procedimentos implementados pelo administrador de um fundo de investimento devem ser imunes a erros e de que mesmo deficiências pontuais significam desídia em sua atuação, além de não encontrar respaldo no regime jurídico vigente e nem mesmo na consolidada jurisprudência da CVM – firmes no sentido de que o dever de fiscalização do administrador é de melhores esforços, não de resultado –, acabaria por induzir potenciais efeitos que, ao fim e ao cabo, seriam prejudiciais aos próprios investidores de fundos.

Ante a ameaça dessa responsabilização objetivada, uma das consequências possíveis é que as instituições que figuram na posição jurídica de administrador, para evitar a concretização desse risco, acabariam por ter de replicar todo e qualquer ato que compete ao gestor e outros prestadores de serviço do fundo de investimento. A propósito, como já exposto por Juliana Botini Hargreaves Vieira e Camila Tinoco em sede doutrinária:[558]

> Eventual responsabilização do administrador por qualquer falha eventualmente cometida pelos demais prestadores de serviço levaria ao absurdo de se obrigar o administrador a refazer aquilo que a regulação atribuiu a outros, o que, naturalmente, contraria a própria faculdade de contratação de terceiros especializados para a prestação de determinados serviços.

De fato, não é descartável que, em decorrência dos riscos ocasionados por interpretações muito amplas sobre o que significa o dever de fiscalização cominado pela regulamentação, os administradores de fundos de investimento acabem por cobrar o equivalente ao carregamento desse risco – elevando o preço dos serviços que, no final, são pagos pelos próprios investidores –, ou mesmo deixem de prestar esse serviço, afastando do mercado de fundos justamente aquelas instituições cuja presença seria mais desejável. E isso sem falar no risco de diluição de responsabilidades, isto é, que cada prestador de serviço deixe (intencionalmente ou não) de atuar com a diligência esperada no exercício de suas atividades diante da expectativa de que há um outro ator, no caso o administrador do fundo, que atuará como uma rede de segurança, reprocessando cada um dos seus passos. A toda evidência, não são efeitos a serem perseguidos.

Dito isso, cumpre salientar que, como ressaltado pela doutrina, não basta ao administrador de um fundo assumir uma posição passiva no que diz respeito ao exercício de sua fiscalização, competindo-lhe, na verdade, adotar uma postura ativa no sentido de assegurar, por meio de procedimentos e controles internos efetivos, que as informações relevantes cheguem ao seu conhecimento; que suas análises sejam lastreadas em documentação adequada

[558] Cf. VIEIRA; TINOCO. Op. Cit. 184.

e formalizada; e, ainda, que existam estruturas apropriadas no âmbito de sua organização para que suas incumbências fiscalizatórias não apenas estejam sob responsabilidade de indivíduos com capacidade técnica condizente com suas funções, mas também que os assuntos possam ser escalados sempre que a situação assim exigir. [559]

Ademais, conforme já decidido pela CVM, não cabe ao administrador ficar inerte quando as circunstâncias dele exigirem uma atuação diligente.[560]

4.5.3 Existência, efetividade e proporcionalidade dos procedimentos

Determinar se o administrador de um fundo de investimento cumpriu ou não satisfatoriamente com o seu dever de supervisão permeia, em linhas gerais, uma contraposição entre a sua efetiva conduta, de um lado, e o padrão de comportamento que dele seria normativamente esperado, de outro. E esse exame, tendo em vista a maneira pela qual tal supervisão é concretizada, perpassa, no mais das vezes, por uma avaliação não apenas da existência, mas também de efetividade e proporcionalidade dos procedimentos implementados pelo administrador *vis-à-vis* a complexidade da atividade objeto de monitoramento.

Isso significa que, nos casos em que se esteja diante de uma potencial violação do administrador de fundos de investimento ao seu dever de fiscalização, é preciso, geralmente, que a avaliação quanto à ocorrência ou não de um efetivo descumprimento seja "amparada pela descrição das rotinas de supervisão que eram efetivamente adotadas pelo administrador e pela análise de sua inadequação para atingir o objetivo de bem avaliar os serviços prestados", conforme já decidido pelo regulador nos termos do voto proferido pelo então diretor relator Roberto Tadeu no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/2099, julgado em 1.12.2016.

Tal conclusão resta sedimentada na jurisprudência da CVM. Esse mesmo entendimento foi reiterado, por exemplo, no PAS CVM nº 21/2010, julgado em 15.10.2019, em que o relator, diretor Carlos Rebello, destacou que, para a avaliação de responsabilidade do administrador, cabe "comprovar que, para além das irregularidades cometidas pelo gestor, essa não foi

---

[559] Nesse sentido, Marina Copola ressalta o seguinte: "[l]ançando um olhar mais sistemático sobre o conjunto de decisões da CVM sobre o tema, é possível afirmar que a fiscalização entendida como suficiente pelo regulador é aquela que (i) ocorre de maneira ativa; (ii) é rastreável; e (iii) está inserida em uma governança adequada". Cf. COPOLA. Op. Cit., p. 366.

[560] Assim, no âmbito do PAS CVM nº RJ2014/12081, j. em 18.6.2019, afirmou o diretor relator Henrique Machado: "148. O dever de fiscalizar não significa dever de refazer ou verificar cada operação realizada pelo terceiro contratado. Mas implica, no presente caso, o dever de o administrador adotar procedimentos que tenham como objetivo assegurar que os serviços estejam sendo executados pelo terceiro contratado de forma diligente, no intuito de garantir os interesses dos cotistas do fundo, destacadamente quando confrontado com sinais claros de má-execução".

identificada em decorrência de falhas nos mecanismos de supervisão mantidos pelo administrador". Mais recentemente, o mesmo racional foi refletido no voto da diretora relatora Flávia Perlingeiro no citado PAS CVM nº RJ2014/3161 – em suas palavras, a "análise quanto a seu cumprimento [do dever de fiscalização por parte do administrador] implica em avaliação sobre se as verificações implementadas eram compatíveis com a atividade fiscalizada".

Nesse sentido, e sem adentrar à discussão sobre os efeitos nesse contexto da eventual existência de cláusula de responsabilidade solidária, ter esse ângulo em mente parece ser relevante não apenas no âmbito administrativo – em que a responsabilidade subjetiva é a regra –, mas também, e talvez principalmente, no âmbito cível, uma vez que, como se sabe, em determinadas situações vige uma responsabilidade de natureza objetiva dos fornecedores de serviços, como é o caso das relações consumeristas.[561] Considerar tais aspectos parece ser importante porque, à luz da característica de obrigação de meios que a tarefa de supervisão atribuída ao administrador assume, a configuração de eventual dever de reparação não prescinde, em geral, de uma análise da conduta desse fornecedor para que, eventualmente, seja configurado o vício no serviço.

Como explica a literatura, mesmo nas relações consumeristas, quando se trata de obrigações de meios, a configuração do vício do serviço a levar a um dever de reparação não decorre de um dano em si; é preciso que esse dano seja qualificado, isto é, que ele decorra "seja da desconformidade objetiva entre a conduta do fornecedor e o comportamento esperado, seja da desconformidade subjetiva, consistente na desinformação do consumidor".[562] E, nessa perspectiva, a caracterização do dever de reparação em geral requer a existência de uma falha de conduta que, funcionalmente, acaba por equivaler à comprovação da culpa normativa.[563]

Nesse cenário, cumpre relembrar, como explicam Gustavo Tepedino, Aline Terra e Gisela Guedes, que a teoria da responsabilidade civil tem experimentado profundas revoluções. Especificamente no âmbito da responsabilidade subjetiva, a concepção clássica de culpa – outrora fundada em um viés subjetivo – foi substituída por um conceito mais estrito, uma culpa

---

[561] A respeito da aplicação do Código de Defesa do Consumidor (CDC) aos fundos de investimento e, principalmente, sobre os cuidados que precisam ser levados em consideração nesse contexto, v. DIAS, Luciana. O novo mercado de capitais, o Código de Defesa do Consumidor e o STJ. *Revista Advocacia Hj*., nº 5, 2020. Disponível em: <https://www.oab.org.br/revistas/revista-adv-hj-5a-edicao.pdf>. Acesso em: 20.4.2021.

[562] Cf. OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. *Obrigação de meios e assunção de riscos pelo consumidor*, p. 11. Texto originalmente publicado na Revista de Direito do Consumidor, vol. 111, ano 2017, pp. 19-28. Disponível em: <https://revistaeletronica.oabrj.org.br/wp-content/uploads/2018/05/Obrigações-de-meios-e-consumidor.pdf>. Acesso em: 20.4.2021.

[563] Cf. OLIVA; RENTERIA. *Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento*. Op. Cit., p. 24.

normativa, na qual a responsabilidade é aferida por meio da contraposição entre o padrão de comportamento esperado, de um lado, e aquele efetivamente adotado pelo agente, de outro.[564]

Com isso, passa-se a não ser mais relevante a avaliação da vontade do agente, mas sim o entendimento sobre qual é o *standard* de comportamento dele exigível em determinada circunstância, para que, a partir desse ponto de partida, seja avaliada a aderência da conduta em concreto àquele padrão. Através dessa perspectiva, a culpa consubstancia a ideia de um "erro de conduta do ofensor em face do padrão considerado socialmente aceitável nas mesmas condições fáticas, o que é aferido por meio da comparação do comportamento do agente com o modelo de comportamento que um sujeito, nas mesmas condições do agente, deveria adotar".[565]

Esses padrões de comportamento são construídos a partir de múltiplas bases, incluindo tanto a boa-fé objetiva, que por si só é fonte de deveres de conduta, quanto, por exemplo, as normas regulamentares e diretrizes emitidas por associações profissionais.[566]

Assim, mesmo que em sede de responsabilidade objetiva, as perspectivas e parâmetros supracitados – que sintetizam os pontos fundamentais do *standard* de conduta do administrador no exercício de seu dever de fiscalização e como esses pontos vem sendo avaliados pela jurisprudência administrativa – acabam por nortear a aferição de eventual desconformidade objetiva do serviço prestado pelo administrador. E isso porque, no fim, o que está em análise, ainda que em sua vertente fiscalizatória, é a diligência do administrador.

4.6 O dever de fiscalização do administrador na jurisprudência da CVM

Como anteriormente mencionado, o exame dos precedentes da CVM que até o momento enfrentaram os contornos do dever de fiscalização do administrador permite concluir que, em larga medida, o Colegiado da autarquia segue as perspectivas e parâmetros acima mencionados ao avaliar processos administrativos sancionadores relativos ao tema. Naturalmente, diante do gradual movimento de dissociação das figuras do gestor e do administrador nos últimos anos,

---

[564] A respeito, cabe transcrever a lição dos mencionados professores: "[n]essa direção, a aferição da culpa é realizada por meio da comparação entre o arquétipo de conduta esperado diante da específica situação delineada e o comportamento efetivamente adotado pelo agente. Dito de outro modo, para que reste comprovada a culpa, basta à vítima demonstrar a inadequação da conduta do ofensor ao padrão de comportamento relativo à atividade desempenhada in concreto, isto é, ao standard de conduta esperado para os casos semelhantes. Trata-se, com efeito, de comparar, em juízo valorativo, a conduta adotada no caso concreto com o modelo abstrato de comportamento em iguais circunstâncias, a fim de verificar a coincidência ou discrepância entre elas, prescindindo-se de quaisquer investigações acerca do estado anímico do agente. Desse modo, a culpa se afasta, finalmente, da aferição, por vezes moralista, das expectativas idealizadas de comportamento a partir de hipóteses fática abstratas". Cf. TEPEDINO; TERRA; GUEDES. Op. Cit., pp. 122-123.

[565] Cf. Ibid., p. 7.

[566] Cf. Ibid., p. 122.

mapeada em outra parte deste trabalho, é no âmbito dos precedentes mais recentes, especialmente naqueles julgados a partir de 2015, que se consegue perceber com maior facilidade como a CVM tem, pouco a pouco, consolidado sua jurisprudência no sentido de que ao administrador de fundos cabe um papel de natureza fiscalizatória, isto é, de *gatekeeper*.

Para demonstrar essa evolução, os parágrafos abaixo resumem a jurisprudência da CVM em ordem cronológica, destacando aspectos relevantes de cada um desses precedentes.

4.6.1 Precedentes iniciais

O primeiro[567] processo sancionador em que a CVM enfrentou diretamente o tema do dever de fiscalização do administrador de fundos de investimento, até onde se tem notícia, foi no âmbito do PAS CVM nº RJ2007/2966,[568] julgado em 2008. Isso significa que, muito embora referências a essa obrigação tenham surgido na regulamentação ainda em 2004, foi somente quatro anos depois que o assunto chegou ao Colegiado por meio de um processo sancionador.

As investigações que culminaram no caso em questão foram iniciadas a partir de reclamações de investidores e culminou na realização de três fundos de investimento – todos geridos pela Global e administrados pelo Mellon Serviços Financeiros – que sofreram grandes perdas relacionadas a aplicações em mercados futuros de dólar e de Ibovespa. A área técnica da CVM concluiu que os prejuízos sofridos pelos fundos decorreram da excessiva concentração de suas carteiras em derivativos, em nível muitas vezes superior aos limites de investimento estabelecidos em seus respectivos regulamentos. Esses desenquadramentos foram detectados pelo administrador, que enviou correspondências ao gestor solicitando o ajuste da composição das carteiras dos fundos e, além disso, executou reenquadramentos compulsórios nos casos em que a Global deixou de atender as suas solicitações. Em determinados casos, porém, o gestor ignorou as solicitações do administrador e este, ainda assim, ficou inerte.

No Termo de Acusação, além de imputar à gestora Global o cometimento de violação às políticas de investimento dos fundos, a área técnica entendeu também que o Mellon teria violado o seu dever de fiscalização. Isso porque a atuação do administrador não teria sido, no

---

[567] Cabe ressalvar que, no âmbito do PAS CVM nº RJ2005/5442, Rel. Dir. Maria Helena Santana, j. em 23.5.2007, o Colegiado também condenou um administrador de um fundo de investimento por alegada omissão quanto a uma operação irregular que teria sido conduzida pelo gestor do veículo. A acusação do referido precedente for formulada com base no art. 2º, parágrafo único, II, do Regulamento Anexo à Circular BACEN 2.616/95, que, como visto, não se referia expressamente a um dever de fiscalização do administrador. Por esse motivo, tal caso não foi incluído no relato cronológico da presente Seção deste trabalho.

[568] Cf. PAS CVM nº RJ2007/2966, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 23.1.2008; e Ac. CRSFN nº 10689/11, Rel. Cons. Darwin Corrêa, j. em 26.7.2011.

entendimento da acusação, "incisiva e contundente", na medida em que "por intermédio de e-mails (a partir de março/06) apenas alertou ao gestor sobre a ocorrência de desenquadramentos, ao invés de usar a sua prerrogativa legal e intervir compulsoriamente para corrigir os desvios e adequar a carteira dos fundos aos limites estabelecidos pelo respectivo regulamento".

A conclusão do diretor relator Eli Loria foi a de que a Global de fato infringiu as políticas de investimento dos fundos. Por outro lado, o relator concluiu que não seria possível afirmar que o Mellon violou suas obrigações. Ao contrário, entendeu-se que "a atuação da MELLON e de seu diretor atendeu aos requisitos da Instrução CVM no 409/04, restando comprovado que foram tomadas medidas no sentido de proteger os cotistas".[569] O voto do relator foi acompanhado por unanimidade pelos demais membros do Colegiado.

É importante colocar este caso em perspectiva. Primeiro, cabe salientar que os eventos apurados no processo ocorreram em 2006, antes da introdução no ordenamento jurídico de dispositivo que deixou mais clara a divisão de responsabilidades entre o gestor e o administrador no que tange ao enquadramento das operações e, além disso, impôs ao administrador o dever de comunicar à CVM nos casos em que detectar eventuais desenquadramentos.[570]

Assim, no presente, caberia ao administrador também reportar o fato à CVM, não apenas por conta do desenquadramento, mas também pela existência de indícios de violação ao disposto na regulamentação por parte do gestor. Ademais, tendo em vista a natureza da função de *gatekeeper* do administrador e considerando o regime proposto por meio da Audiência Pública CVM Nº 8, de 2020, cumpre novamente salientar que não mais subsiste o entendimento de cabe ao administrador executar reenquadramentos compulsórios em casos tais.

O segundo episódio em que o dever de fiscalização do administrador esteve sob avaliação também foi em caso relacionado a desenquadramento: o PAS CVM nº 22/2005, igualmente julgado em 2008.[571] Esse processo tratou de irregularidades relacionadas a fundos de investimento geridos pela SAM e administrados pelo Banco da Amazônia. As investigações da área técnica da CVM foram iniciadas em decorrência do processo de intervenção levado a cabo pelo BACEN no Banco Santos e em empresas a ele relacionadas, caso da SAM.

---

[569] A conduta do administrador foi assim resumida pelo diretor relator Eli Loria no PAS CVM nº RJ2007/2966: [q]uanto à atuação do ADMINISTRADOR, verifica-se que o mesmo enviou correspondência eletrônica ao diretor do GESTOR Fernando Pinto Ferreira alertando sobre os desenquadramentos em 03, 04, 09, 12, 15, 16, 17 e 22/05/06 e solicitando o reenquadramento, bem como realizou reenquadramentos de forma compulsória nos seguintes fundos: SAN MARINO, nos dias 18, 24 e 25/05/06, LUGANO, nos dias 24 e 25/05/06, e, ATENAS, no dia 19/05/06".

[570] Cf. Art. 88 da Instrução CVM nº 409, de 2004, com redação dada pela Instrução CVM nº 450, de 2007.

[571] PAS CVM nº 22/2005, Rel. Dir. Marcos Pinto, j. em 26.8.2008. Ac. CRSFN 11400/2014, Rel. Cons. Bruno Meyerhof Salama, j. em 25.11.2014.

A SIN verificou que, logo após assumir a gestão dos fundos administrados pelo Banco da Amazônia, a SAM alterou substancialmente a composição das carteiras desses veículos, concentrando-as em ativos relacionados ao grupo integrado ao Banco Santos, o que resultou em perdas de quase R$100 milhões aos fundos. Grande parte dos investimentos contrariava os regulamentos e prospectos dos fundos. Por esse motivo, o Banco da Amazônia foi acusado de ter atuado de forma negligente, imprudente e imperita na administração dos citados fundos.

Em seu voto, o diretor relator Marcos Pinto concordou com a área técnica. Para o relator, o Banco da Amazônia tinha conhecimento da agressiva alteração no perfil das carteiras dos fundos e, pelo fato de os fundos serem classificados como de perfil conservador, a administradora deveria ter questionado a SAM acerca da nova estratégia de investimentos e dos riscos dela decorrentes. Ante ao conflito de interesses daquele contexto, o Banco da Amazônia deveria, segundo o relator, ter supervisionado proximamente os negócios dos fundos. Como isso não foi feito, o diretor entendeu que a BASA atuou de forma negligente, imprudente e imperita na administração dos fundos e, assim, o administrador foi condenado neste caso.[572]

O precedente, obviamente, está envolto em circunstâncias muito particulares que precisam ser levadas em consideração em sua leitura. Sem prejuízo disso, dele pode se extrair que a CVM sugere, ao menos potencialmente, que pode ser considerada como um eventual sinal de alerta a mudança muito brusca do perfil dos ativos integrantes da carteira de um fundo, passando repentinamente de uma linha mais conservadora para investimentos de natureza mais arriscada. Do mesmo modo, uma atenção redobrada deve se instalar caso se verifique que essa mudança de perfil está diretamente correlacionada com a aquisição de ativos de partes relacionadas do gestor para a carteira do fundo de investimento. Em ambos os cenários, essas circunstâncias incomuns ensejam uma atuação mais incisiva por parte do administrador.

4.6.2 A paulatina construção da jurisprudência vigente

Após cerca de quatro anos sem apreciação do tema objeto desta pesquisa em sede de processo sancionador, em 2013 foi levado à julgamento o PAS CVM nº RJ2012/6987,

[572] Nas palavras do relator, diretor Marcos Pinto: "*9.* A negligência, imprudência e imperícia do BASA nesse episódio foi clara, inequívoca e confessa: i. negligência clara, pois o BASA não acompanhava adequadamente a composição da carteira do Basa Invest CP e BASA Seleto, nem tinha conhecimento da composição da carteira dos fundos nos quais o Amazonia Mix e o Amazonia Credit 90 investiam; ii. imprudência inequívoca, porque o BASA nunca questionou nem fiscalizou os negócios realizados pela SAM com o Banco Santos e outras empresas do mesmo grupo; e iii. imperícia porque os próprios funcionários do BASA reconhecem que não tinham condições de supervisionar os investimentos realizados pela SAM".

instaurado no ano anterior. Em caso que também lidou com desenquadramento, esse precedente se tornou um relevante paradigma, sendo até hoje reiteradamente citado em outros casos.

Mais especificamente, a SIN verificou nesse caso que o fundo PrevTrust investia 95% de sua carteira em cotas do fundo Master I, que, ao seu turno, investia aproximadamente 70% de seu patrimônio em cotas de um FIDC. Em outras palavras, a maior parte da carteira do fundo PrevTrust era indiretamente formada por cotas de FIDC, indo contra o que era estabelecido em seu regulamento, que limitava o investimento nesse tipo de ativo em no máximo 20% do patrimônio líquido daquele fundo de investimento. Ambos os fundos, PrevTrust e Master I, eram concomitantemente geridos pela Agregga e administrados pelo BNY Mellon.

A principal controvérsia no processo em questão dizia respeito à necessidade de consolidação dos investimentos do fundo Master I para fins da verificação do enquadramento do Fundo PrevTrust ao seu regulamento (a chamada "explosão da cota"). Diante de expressa previsão regulamentar e pelo fato de o fundo PrevTrus não fazer jus às dispensas previstas na norma, a conclusão da relatora do processo sancionador, diretora Ana Novaes, foi a de que a consolidação era impositiva e, assim, o entendimento foi o de que o regulamento do fundo PrevTrust fora efetivamente violado. O BNY Mellon foi acusado de não ter sido diligente por deixar de consolidar as aplicações do fundo Master I e de não ter agido quanto ao desenquadramento do fundo PrevTrust gerado pelas decisões tomadas pela gestora Agregga.

Tendo em vista a sua relevância, vale transcrever um longo excerto do voto proferido pela diretora relatora Ana Novaes na ocasião:

> 7. **Verifica-se, portanto, que o administrador diligente deve alertar o gestor e a CVM quando da ocorrência do desenquadramento da carteira do fundo em relação aos limites do regulamento e da Instrução CVM nº 409/04, no dia seguinte ao evento**. O administrador tem o dever de determinar ao gestor a venda de certos ativos que estão em desacordo com a política de investimento estipulada no regulamento. O próprio administrador tem o poder de vender ativos do fundo quando estes não estão aderentes ao regulamento. Essa função, exercida pelo administrador em relação ao gestor, não pode ser confundida com o poder de polícia exercido pela CVM, tal como quer fazer crer a defesa. Contudo, o fato de o administrador não ter o poder de punir administrativamente o gestor, evidentemente, não o desobriga de atuar de modo diligente, exigindo que o gestor atue no melhor interesse do cotista, observando as normas e o regulamento do fundo, comunicando inclusive a esta CVM o desenquadramento do fundo por parte do gestor, conforme disposto no §1º do art. 88 acima transcrito.
>
> 8. **O administrador é o vigia do cotista em relação aos atos praticados pelo gestor, sem prejuízo de suas outras atribuições**. Afinal, é ele quem contrata, em nome do fundo, o serviço de terceiros, inclusive a gestão. Nesse sentido, o art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/04 preconiza ser dever do

> administrador fiscalizar os serviços prestados por terceiros ao fundo, incluindo-se aí os serviços de gestão. Além disso, o inciso XIII do mesmo artigo dispõe que é obrigação do administrador "observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto". Portanto, não há dúvidas de que o administrador é responsável também por zelar pela observância do regulamento do fundo. (...)
>
> 17. **Conforme já destacado, não se exige que o administrador, para cumprir o disposto no art. 65, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04, fiscalize previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, muito menos que exerça um juízo prévio de valor dos títulos e/ou valores mobiliários que são selecionados pelo gestor**. Espera-se, no entanto, que o administrador seja capaz de verificar, diariamente e após a liquidação das operações e a consolidação dos investimentos do fundo investido, o enquadramento da carteira às regras do regulamento e da regulamentação aplicável, como determina o artigo 88, §1º, da Instrução CVM nº 409/04. **A função fiscalizadora do administrador se restringe à adequação dos atos do gestor às regras do regulamento do fundo e às demais normas vigentes, não entrando no mérito de seus atos.** (negritos nossos)

Logo, de acordo com o voto, constatando que o gestor investiu em ativo vedado ou extrapolou os limites previstos no regulamento ou na regulamentação, o administrador deve notificar o gestor e comunicar a CVM sobre esse evento. No caso concreto, como o BNY Mellon não atuou dessa maneira, ele foi, por unanimidade, condenado pela autarquia.[573]

O PAS CVM nº RJ2012/6987 fixa alguns relevantes entendimentos sobre os contornos do dever de fiscalização do administrador e, como mencionado, ele até hoje é um importante paradigma da jurisprudência da CVM. Por outro lado, mais uma vez é preciso ressalvar que, pelos motivos anteriormente expostos, não mais prosperam os entendimentos de que cabe ao administrador determinar que o gestor aliene os ativos que descumprem com os limites aplicáveis, tampouco realizar reenquadramentos compulsórios. Do mesmo modo, como citado, é da posição de *gatekeeper* ocupada pelo administrador que nasce o seu dever de monitoramento, e não pelo fato de ser ele quem contrata o gestor em nome do fundo – o que, como se verá adiante, será alterado pela futura regulamentação – e nem mesmo de uma relação de delegação estabelecida entre eles.

---

[573] Afirmou a diretora relatora Ana Novaes no PAS CVM nº RJ2012/6987: "[d]iante do exposto, resta claro que o Administrador e seu diretor responsável falharam na fiscalização do gestor do PREVTRUST e faltaram com o dever de diligência que lhes é imposto, uma vez que: (i) o limite de investimento do PREVTRUST em cotas de FIDC é de 20% do seu patrimônio líquido; (ii) a consolidação dos investimentos do MASTER I e PREVTRUST se impõe por força do art. 115-A da Instrução CVM no 409/04; (iii) o administrador deve agir ao identificar um desenquadramento da carteira, nos termos do art. 88 da Instrução CVM no 409/04; (iv) o PREVTRUST mantinha 95% de seu patrimônio líquido investido no MASTER I, fundo que estava autorizado a investir até 100% do seu patrimônio líquido em cotas de FIDC e que efetivamente investia aproximadamente 60% do seu patrimônio no Coral FIDC Multisetorial; e (v) a Mellon e o seu diretor se mantiveram inertes diante do desenquadramento em questão."

O PAS CVM nº RJ2011/4517, também julgado em 2013, envolveu imputações de duas naturezas distintas. Na primeira, a GRP, enquanto gestora, foi acusada de falta de diligência e conflito de interesses ao adquirir cédulas de crédito bancários (CCB) de sua própria emissão para três fundos cuja administração cabia ao BNY Mellon. Na segunda, a área técnica da CVM sustentou que a GRP adquiriu, para um fundo por ela gerido, ativos expressamente vedados em seu regulamento. Em ambos os casos, imputou-se ao BNY Mellon infração ao seu dever de fiscalização, o que também teria implicado em violação ao seu dever de diligência.

O diretor relator Otávio Yazbek entendeu que não seria possível anuir com a tese acusatória acerca da falta de diligência e conflitos de interesses quanto à aquisição das CCB, na medida em que a área técnica não colheu informações concretas sobre como efetivamente se deu o processo de aquisição desses créditos para os fundos geridos pela GRP, assim, o BNY foi igualmente absolvido das acusações relacionadas a esse contexto. Quando do exame dessa imputação, o diretor relator também salientou que, embora visse mérito no entendimento da área técnica no sentido de que os administradores deveriam ter um sistema de supervisão baseada em risco, não seria possível concluir, com o arcabouço então vigente, que isso seria mandatório, muito menos definir, no âmbito de um processo sancionador, o que deveria ou não ser prioridade nessa abordagem.[574] Note-se, contudo, que atualmente as instituições vinculadas à ANBIMA devem, por força do Código ANBIMA, adotar essa metodologia.

O relator, por outro lado, concordou com a acusação no sentido de que os limites estabelecidos no regulamento de um dos fundos de investimento foram infringidos. Por esse motivo, o fato de o regulamento ter sido posteriormente alterado para possibilitar a aplicação no tipo de ativo que até então era proibido não alteraria a conclusão de que tal limite, enquanto vigente, não fora respeitado pela gestora, tampouco que isso não era devidamente fiscalizado pelo administrador. Ambos, GRP e BNY, foram condenados.

Assim sendo, um relevante ponto estressado pelo diretor relator Otávio Yazbek no processo em questão foi quanto à obrigação de gestores e administradores cumprirem fielmente o disposto no regulamento no que diz respeito à política de investimento do fundo ainda que possuam razões para acreditar que, por algum equívoco, há um erro material nesse

[574] Nos termos do voto do diretor relator Otávio Yazbek no PAS CVM nº RJ2011/4517: "14. Apesar de concordar com o entendimento da área técnica de que não cabe ao administrador avaliar previamente as operações realizadas pelo gestor, parece-me excessivo exigir, com a regulamentação hoje aplicável (e, principalmente considerando a ausência, à época, de recomendações ou interpretações), que o administrador possua sistema de supervisão baseado em risco para analisar determinados ativos das carteiras dos fundos que administre, como sugere a SIN. Ainda mais difícil é, no âmbito de um processo desta natureza, definir o que deveria ou não deveria ser prioridade em um sistema daquela estrutura."

documento.[575] Em outra dimensão, esse ponto faz atentar para um aspecto que foi colocado em discussão pelo Colegiado anos depois, no âmbito do PAS CVM nº RJ2016/295, julgado em 2019: a necessidade de o administrador, no exercício de seu dever de fiscalizar o enquadramento de um fundo, se assegurar que os limites estabelecidos no regulamento sejam suficientemente claros e que não dão ensejo a interpretações duvidosas, a fim de evitar que ele e o gestor, em suas respectivas esferas de atribuição, se guiem por parâmetros distintos.

Em 2014, o dever de fiscalização do administrador de fundos esteve em debate em apenas uma oportunidade, no âmbito do PAS CVM nº RJ2011/10415.[576] Aqui, interessa contar que, de acordo com a área técnica da CVM, o custodiante de dois FIDC teria delegado irregularmente algumas de suas funções a terceiros. A diretora relatora Ana Novaes, que concordou com a acusação de que houve irregularidade nessa delegação, afirmou que o "Panamericano DTVM, enquanto instituição administradora, deveria ter zelado diligentemente para assegurar o cumprimento dos deveres regulamentares do custodiante, o que, no caso, não ocorreu". Para a relatora, cujo voto foi acompanhado por unanimidade, não afastaria a irregularidade o fato de a delegação de tais funções estar prevista no regulamento desde o registro dos FIDC na CVM. Assim sendo, a Panamericano foi condenada por infringir o seu dever de fiscalizar o custodiante dos FIDC. Como se percebe, o desfecho desse caso concreto – ou, pelo menos, a sua fundamentação – não parece estar em linha com a obrigação de meios que cabe ao administrador; ao reverso, parece ter havido uma condenação reflexa e objetivada do administrador em razão de falhas decorrentes da atuação do custodiante.

4.6.3 O reconhecimento da natureza do papel do administrador

O ano de 2015 é bastante profícuo na delimitação dos contornos do dever de monitoramento do administrador de fundos de investimento. Isso porque foi nesse ano em que foram julgados dois dos casos mais emblemáticos que enfrentaram o tema, o PAS CVM nº

[575] Segundo diretor relator Otávio Yazbek no PAS CVM nº RJ2011/4507: "24. De qualquer forma, acredito que, uma vez inserido um limite no regulamento, ele deve ser respeitado pelo gestor e fiscalizado pelo administrador. Entender diferentemente significaria – e talvez tenha sido o que a SIN pretendia registrar na passagem acima transcrita – entender que os limites previstos no regulamento não precisam ser respeitados ou, pior, que a recorrente utilização da redação de um regulamento para se escrever outro – argumento cogitado pela defesa da GRP Investimentos e de seu diretor responsável – pode ser feita de maneira irresponsável.
25. E não é a alteração subsequente do regulamento que tem o condão de, no presente caso, afastar a responsabilidade dos acusados, já que, pelo menos até o momento dessa alteração, era indiscutível que o gestor não respeitava o limite estabelecido no regulamento e que o administrador não fiscalizava o seu cumprimento."

[576] PAS CVM nº RJ2011/10415, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. em 2.12.2014. Ac. CRSFN nº 24/2020, Rel. Cons. João Batista de Moraes, j. em 11.2.2020.

RJ2012/12201 e o PAS CVM nº RJ2013/5456, que, em conjunto com o PAS CVM nº RJ2012/6987 anteriormente mencionado, podem ser considerados como a tríade de precedentes que, até este momento, fixam as principais balizas da jurisprudência da CVM sobre o tema.

No primeiro, o PAS CVM nº RJ2012/12201,[577] a área técnica da CVM, após investigação, concluiu que teria sido irregular a aquisição de uma CCB emitida pela Cadinsa para a carteira de um fundo sob gestão da Aster, que descobriu-se ser ligada àquela companhia.

A irregularidade de tal compra decorreria principalmente de três motivos: (i) a Aster teria violado seus deveres fiduciários ao colocar os interesses da Cadinsa à frente dos interesses dos cotistas do fundo, dentre outras razões, porque descobriu-se que a Aster e a Cadinsa eram partes relacionadas e que o processo de aquisição foi respaldado por documentos falhos e preliminares; (ii) infração aos limites de concentração por emissor dispostos no regulamento, já que o fundo não poderia ter mais de 20% de seu patrimônio líquido aplicado em títulos emitidos por pessoas ligadas à gestora, sendo que a CCB chegou a representar mais de 70% desse limite; e (iii) desrespeito aos limites de concentração por modalidade de ativo.

Enquanto administrador, o BNY Mellon foi acusado de não ter fiscalizado os serviços prestados pela gestora Aster, bem como por não ter comunicado à CVM a ocorrência de desenquadramento do fundo em relação à concentração por emissor. Em sua defesa, o administrador alegou que não deveria ser responsabilizado por todos os atos do gestor: sua fiscalização seria prévia, em processo de *due diligence* quando da contratação do gestor em nome do fundo. A partir daí, ele somente atuaria *a posteriori,* em casos de desenquadramento.

Ainda assim, o BNY Mellon afirmou que havia procedido a uma análise da aquisição à época, logo após a sua realização, não tendo encontrado nenhum indício de que a Aster e Cadinsa seriam partes relacionadas e, por isso, apenas havia comunicado a CVM acerca do desenquadramento por modalidade de ativo, e não por modalidade de emissor. Para aferir a existência desse vínculo, contudo, o administrador utilizou de um conceito divergente, e muito mais restrito, daquele admitido pela SIN por meio de seus ofícios-circulares.[578]

---

[577] PAS CVM nº RJ2012/12201, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 4.8.2015. Ac. CRSFN nº 412/2016, Rel. Cons. Antonio de Sá Freire Filho, j. em 29.11.2016.

[578] A respeito, disse a diretora relatora Luciana Dias no PAS CVM nº RJ2012/12201: "47. No entanto, à fl. 102 dos autos, foi acostado o termo de enquadramento datado pela BNY Mellon de 25.1.2010, ou seja, de apenas quatro dias após a operação. Nesse termo, a Administradora inseriu a composição do capital social da própria BNY Mellon, da CADINSA e da Aster e indicou que, para fins do art. 86, §2º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, utilizava como definição de empresas ligadas o §1º do mesmo artigo e que concluía não existir desenquadramento da carteira do Fundo. Parece-me relevante averiguar se foi suficiente a análise conduzida pela BNY Mellon diante de suspeita de desenquadramento da carteira do Aster FI Referenciado.

48. Nessa análise, o primeiro ponto que me chama a atenção é justamente o conceito de empresas ligadas utilizado pela Administradora ao proceder com o teste de desenquadramento do Fundo. Isso porque, ainda que tal conceito fosse passível de discussão, ele já havia sido apresentado pela SIN em ofício-circular datado de 19.6.2009 com

Em seu voto, a relatora do caso, diretora Luciana Dias, concordou com todas as acusações formuladas. Em relação ao BNY Mellon, além de ter chamado a atenção para o ponto acima mencionado, a relatora igualmente afirmou o seguinte:

> 50. O segundo ponto que merece destaque é o conteúdo das informações analisadas pela Administradora em seu teste de enquadramento.
>
> 51. Conforme já reconhecido pelo Colegiado, parece excessivo, como defende a SIN, exigir das administradoras de fundos de investimento o desenvolvimento de sistemas de supervisão baseada em risco. **Entretanto, os deveres fiduciários dessas instituições abrangem a obrigação de, diante de determinados sinais de alerta (*red flags*), proceder a análises mais detalhadas sobre o cumprimento ou não da regulamentação em vigor e dos documentos do fundo por parte das gestoras.**
>
> 52. No caso concreto, ao proceder com a *due diligence* apontada na própria defesa, a BNY Mellon teria como obter informações suficientes para concluir que dois dos três administradores da Aster eram também os controladores da CADINSA. **Além disso, informações sobre os controladores indiretos dessa sociedade eram públicas e poderiam ter sido obtidas pela Administradora**.
>
> 53. **Outro ponto que mereceria atenção da Administradora é o fato de que se tratava de gestora recém-constituída, cujo primeiro investimento era com uma parte relacionada**.
>
> 54. **No caso concreto, havia, portanto, inúmeros elementos que apontavam para atividades potencialmente lesivas. Diante desses inúmeros elementos, acredito não ter sido suficiente a análise conduzida pela BNY Mellon após o recebimento de informações sobre a aquisição da CCB de emissão da CADINSA pelo Aster FI Referenciado.**
>
> 55. Antes de concluir esta seção, porém, gostaria de rebater dois outros argumentos trazidos pela BNY Mellon e José Carlos Oliveira.
>
> 56. Segundo a defesa, exigir qualquer outro comportamento da Administradora além daqueles por ela adotados não seria possível. De um lado, essa impossibilidade decorreria da própria natureza da atuação de um administrador, que seria sempre a posteriori, sem efetuar nenhum juízo de valor sobre os atos do gestor. Entendimento diverso – para a Administradora – implicaria confusão entre atos de gestão e atos de fiscalização. De outro lado, a Administradora não disporia de poder de polícia para interromper atos irregulares praticados pela Gestora.

"orientações sobre procedimentos relativos ao funcionamento de fundos de investimento, registro de investidor não residente e às atividades de administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários" (Ofício Circular CVM/SIN/Nº 02/2009).

49. O Referido ofício foi destinado a todos os "Administradores de Carteiras, Consultores e Analistas de Valores Mobiliários, diretores Responsáveis pela Administração de Carteiras e Fundos de Investimento Regulados pela Instrução CVM nº 409/04 e Representantes de Investidores Não Residentes" e, assim como os demais ofícios circulares elaborados por áreas técnicas da CVM, foi amplamente divulgado ao mercado. Dito isso, não me parece razoável que a BNY Mellon desconhecesse o conteúdo de referido ofício".

> 57. No entanto, a meu ver, a defesa busca confundir o objeto do questionamento da Acusação. **Ao contrário do que os defendentes dão a entender, nem a regulamentação nem a SIN, no caso concreto, exigem dos administradores de fundos de investimento análises prévias sobre as decisões de investimento dos gestores**. O que se exige – e esse, sim, é o objeto do termo de acusação – é que o administrador supervisione a atuação de todos os terceiros contratados em nome dos fundos administrados, incluindo os gestores.
>
> 58. **Isso significa que, ao zelar pelos recursos a ele confiados pelos cotistas, o administrador deve se certificar de que o gestor atua de acordo com a regulamentação vigente e com o regulamento do fundo. Tão logo concluídas, operações como a aquisição de CCB de emissão da CADINSA devem ser analisadas e, se em desacordo com as regras aplicáveis, devem ser objeto de comunicado específico do administrador ao gestor e à CVM.** (negritos nossos)

Desse modo, como existiriam diversos indícios apontando no sentido de que a aquisição da CCB seria lesiva aos interesses do fundo, a relatora considerou que, diante daquele contexto fático, a análise empreendida pelo BNY Mellon não teria sido suficiente para atendimento aos seu dever de fiscalização. O administrador foi condenado por infringir seu dever de fiscalização, bem como por não ter comunicado a ocorrência do desenquadramento do fundo à CVM

Corroborando o entendimento da diretora relatora, o então presidente da CVM Leonardo Pereira apresentou declaração de voto no caso – para ele, os fatos revelavam um provável relacionamento entre a Aster e a Cadinsa, que permitiriam inferir as irregularidades ou, ao menos, deveriam levantar dúvidas razoáveis a respeito. O presidente destacou os seguintes pontos: (i) a semelhança entre os quadros de sócios e de administradores da Cadinsa e da Aster; (ii) o fato de a Aster e a Cadinsa terem funcionado inicialmente no mesmo endereço; (iii) o fundo ter sido o primeiro a ser gerido pela Aster, que havia se registrado há pouco tempo CVM; e (iv) o fato de a CCB de emissão da Cadinsa ter sido o primeiro ativo adquirido pelo fundo de investimento. Como o administrador não procedeu a investigações adicionais no caso, satisfazendo-se com as informações que lhes foram fornecidas pela Aster, o presidente afirmou que isso não estaria em linha com sua posição de *gatekeeper*.[579]

---

[579] Segue trecho do voto apresentada pelo presidente Leonardo Pereira no PAS CVM nº RJ2012/12201: "5. Tais fatos revelavam um provável relacionamento entre a Aster e a CADINSA e não deveriam passar incólumes a uma análise minimamente diligente por qualquer administradora. Não obstante, a BNY Mellon se limitou a contatar a Gestora para discutir possíveis desenquadramentos, dando-se por satisfeita com a informação de que não haveria vínculos societários entre a Aster e a CADINSA.
6. E não é esse o comportamento que se espera das administradoras, que funcionam como verdadeiras *gatekeepers* das regras de funcionamento dos fundos. Pelo contrário, exige-se da administradora uma atuação sob a ótica do ceticismo, atentando-se para as *red flags* que colocam em dúvidas a veracidade ou regularidade das informações fornecidas e situações apresentadas".

Como se percebe pela leitura dos trechos anteriormente transcritos, o voto proferido pela diretora relatora Luciana Dias, bem como a declaração de voto do presidente Leonardo Pereira, deixam claro o papel de *gatekeeper* do administrador de fundos. Além de destacarem que a ação do administrador ocorre posteriormente à realização dos investimentos, também foi frisado o dever que se coloca sobre o administrador de realizar investigações adicionais sempre que estiver diante de sinais de alerta (*red flags*) que embutam indícios de que as operações feitas pelo gestor desrespeitam os limites estabelecidos na política de investimento do fundo.

O outro precedente julgado em 2015 de especial interesse para o histórico da CVM sobre o assunto em questão é, como mencionado, o PAS CVM nº RJ2013/5456.[580] A relevância desse caso decorre do fato de ter sido nele em que primeiro se definiu a natureza de obrigação de meios do dever de fiscalização que a regulamentação atribui ao administrador de um fundo.

Esse precedente trata de uma série de irregularidades envolvendo a administração, gestão e custódia de ativos de FIDC. Nele, discutiu-se a lisura da conduta do Banco Bradesco, custodiante dos FIDC Union e Agro, e da Oliveira Trust, administradora e gestora desses fundos. A área técnica concluiu, posição com a qual o diretor relator Roberto Tadeu concordou, que teriam havido várias violações pelo custodiante dos FIDC: (i) liquidação de direitos creditórios por compensação parcial ou total, e não financeiramente; (ii) delegação aos cedentes a atividade de guarda dos documentos que evidenciavam o lastro dos direitos creditórios; (iii) não manutenção atualizada e em perfeita ordem da documentação dos direitos creditórios; e (iv) delegação aos cedentes da atividade de cobrança dos direitos creditórios.

Nesse contexto, após ter concordado que tais infrações foram praticadas, o relator, em linha com o sustentado pela acusação, concluiu que não haveria "nenhuma evidência a indicar que a Oliveira Trust tenha de fato fiscalizado a atuação do Bradesco" e, por isso, votou pela condenação do administrador dos FIDC Union e Agro por violação ao seu dever de fiscalização.

O diretor Pablo Renteria apresentou voto parcialmente divergente. Entendeu o diretor que a acusação contra o administrador por suposta violação ao seu dever de fiscalização fora formulada de forma reflexa, a partir da indução de que, se o agente que deveria ser monitorado (o custodiante) incorreu em ilícitos, aquele que deveria fiscalizá-lo (o administrador) também falhou nessa obrigação. Para o diretor, entretanto, essa linha de raciocínio não seria adequada:

> 4. **Tal argumento, contudo, não me parece correto, haja vista transformar o dever de fiscalização em obrigação de garantia, por força da qual o fiscalizador assumiria a responsabilidade integral pelos desvios**

[580] PAS CVM nº RJ2013/5456, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 20.10.2015. Ac. CRSFN nº 77/2018, Rel. Cons. Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, j. em 24.04.2018.

> **cometidos por terceiro, independentemente dos esforços que tenha, concretamente, envidado em sua supervisão**. Há, nessa maneira de conceber a atividade do administrador, uma objetivação da responsabilidade administrativa, que não me parece conforme ao regime jurídico da atividade sancionadora desempenhada pela CVM.
>
> 5. Entendo, diferentemente, que **o dever de fiscalização que compete ao administrador de fundos e ao seu diretor responsável constitui obrigação de meios, em virtude da qual aqueles se comprometem a empregar os seus melhores esforços na supervisão dos serviços prestados por terceirizados. Nesse sentido, estão obrigados a estabelecer rotinas efetivas de fiscalização e a avaliar, regularmente, a eficácia desses procedimentos, com vista a corrigir falhas eventuais e introduzir aperfeiçoamentos necessários.**
>
> 6. Compreendo que irregularidades cometidas pela instituição custodiante, a depender de sua gravidade e magnitude, podem consubstanciar importantes indícios, que o julgador deve levar em consideração na medida em que sejam aptos a apontar que as rotinas de supervisão eram inexistentes ou, ao menos, ineficientes. **Contudo, tais indícios, por si só, não bastam para se chegar a um juízo definitivo, porque a experiência comum nos mostra que irregularidades podem ocorrer, nada obstante a diligência e a dedicação daquele encarregado da supervisão.**
>
> 7. Nessa direção, **a avaliação quanto à ocorrência da infração ao disposto no art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004, apenas estaria completa caso se encontrasse amparada na averiguação das rotinas de fiscalização que eram efetivamente adotadas** pela Oliveira Trust. Somente dessa maneira se comprovaria, conclusivamente, o efetivo descumprimento do dever de fiscalização pelos acusados.
>
> 8. Porém, no presente caso, nada disso foi feito, o que me leva a votar pela absolvição da Oliveira Trust e de Mauro Sergio de Oliveira da acusação de violação ao disposto no art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/2004.

A essa mesma linha se filiou o diretor Gustavo Borba, para quem "a análise da atuação da Oliveira Trust deveria ter contemplado a verificação da sua estrutura e de suas rotinas de fiscalização da atuação do Custodiante, além de questionamentos à própria Administradora a respeito dessa incumbência".[581] Assim sendo, por maioria, a administradora dos FIDC Union e Agro foi absolvida da acusação de ter infringido o seu dever de fiscalização no caso concreto.

---

[581] Afirmou o diretor Gustavo Borba no PAS CVM nº RJ2013/5456: "3. Quanto ao primeiro ponto, acompanho as razões expostas pelo diretor Pablo Renteria para a absolvição da Oliveira Trust e Mauro Sergio, bem como a penalidade proposta ao referido diretor responsável tendo em vista esta absolvição vis-à-vis as demais condenações. Gostaria apenas de registrar que a área técnica parece ter concluído que o mero descumprimento, pelo Bradesco, das suas atribuições como custodiante, seria o suficiente para fazer presumir o descumprimento da Oliveira Trust de seu dever de fiscalização do custodiante, de maneira automática.
4. Ocorre que, como bem pontua o diretor Pablo Renteria, a análise da atuação da Oliveira Trust deveria ter contemplado a verificação da sua estrutura e de suas rotinas de fiscalização da atuação do Custodiante, além de questionamentos à própria Administradora a respeito dessa incumbência. Tais providências não parecem ter sido adotadas pela acusação, conforme depreendo da leitura do Termo de Acusação, já que a única referência à suposta

4.6.4 Consolidação da jurisprudência

No período compreendido entre 2015 e 2018, todos os casos levados à julgamento do Colegiado da CVM que enfrentaram acusações relacionadas ao dever de fiscalização do administrador resultaram em absolvição do administrador em tal imputação. Em larga medida, o desfecho desses julgamentos se deve sobretudo ao fato de que as acusações formuladas nesses processos sancionadores terem sido descritas de maneira muito semelhante àquela feita – e rechaçada – no PAS CVM nº RJ2013/5456. Quatro casos foram julgados nesse período.

No PAS CVM nº RJ2014/2099,[582] de 2016, foram apreciadas inúmeras irregularidades envolvendo a administração, a gestão e a custódia de FIDC. Nesse precedente, chama a atenção o fato de a área técnica ter segregado em processos sancionadores distintos as acusações contra o custodiante (Citibank) e a administradora dos FIDC em questão (Oboé), que também acumulava a função de gestor. Ainda assim, no processo sancionador que tratou especificamente da conduta da Oboé, a área técnica sustentou que a administradora teria violado o seu dever de fiscalizar o custodiante, muito embora os alegados ilícitos cometidos pelo Citibank tivessem sido objeto de outro processo. O diretor relator Roberto Tadeu, anuindo com a posição vencedora quando do julgamento do PAS CVM nº RJ2013/5456 (no qual ficou vencido), entendeu que não seria possível analisar a conduta do administrador à luz da existência ou efetividade de suas rotinas de fiscalização em relação ao custodiante dos FIDC, uma vez que a atuação suspostamente irregular do Citibank fora objeto de outro processo.

No PAS CVM nº 07/2012,[583] de 2017, apurou-se a ocorrência de irregularidades em negócios com títulos públicos federais, que teriam sido adquiridos a preços muito superiores aos praticados em mercado para as carteiras de diversos fundos, sob a gestão de gestores distintos, que tinham como único cotista o fundo de pensão Prece. Diante desse cenário, na qualidade de administradora desses fundos, a Quality foi acusada de ter não ter fiscalizado a conduta dos gestores, que, por sua vez, foram acusados de infração ao seu dever de diligência.

---

infração aparece nos parágrafos 193 a 195, que já concluem pela irregularidade sem antes demonstrar os elementos disponíveis nos autos que levaram a essa conclusão.
5. Não estou afirmando, com isso, que a conduta da Oliveira Trust foi adequada sob o ponto de vista do art. 65, inciso XV, da Instrução 409, no que diz respeito ao seu dever de fiscalizar o Custodiante no caso concreto. Na realidade, não é possível avaliar, com a convicção que se espera para uma condenação, a atuação da Administradora, tendo em vista a ausência de elementos para tanto".

[582] PAS CVM nº RJ2014/2099, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 1.12.2016. Ac. CRSFN nº 103/2020, Rel. Cons. Álvaro Afonso Mendonça, j. em 16.06.2020.

[583] PAS CVM nº 07/2012, Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, j. em 7.3.2017. Ac. CRSFN nº 106/2019, Rel. Cons. Haroldo Alcoforado, j. em 28.05.2019.

Embora parte dos gestores tenha sido condenada, o diretor relator Gustavo Borba concluiu que não seria possível concordar com a tese acusatória em relação à conduta da administradora. Para o relator, a área técnica não delimitou qual conduta omissiva ou comissiva da administradora teria suspostamente ido de encontro ao seu dever de fiscalização. A acusação teria concluído pela violação de forma indireta, isto é, a partir da constatação de infrações por parte dos gestores dos fundos, o que não se coadunaria com a regulamentação.[584]

No PAS CVM nº RJ2015/12087,[585] de 2018, foram apuradas irregularidades envolvendo o fundo Pacific, gerido e administrado por entidades distintas integrantes do grupo BNY Mellon. Nesse precedente, verificou-se que foram adquiridas debêntures para o fundo Pacific que, segundo a área técnica da CVM, tinham diversas condições incomuns em comparação com ativos similares disponíveis no mercado. Mesmo alertado pelo administrador, que elaborou estudo técnico demonstrando tal situação, o gestor decidiu proceder com a aquisição das debêntures, no que foi considerada uma atitude deliberada de violação aos interesses do fundo de pensão Postalis, indiretamente o único cotista do fundo. Ainda assim, o administrador foi acusado pela área técnica de ter falhado com seu dever de fiscalização.[586]

Embora tenha concordado com a acusação em face do gestor, o diretor relator Pablo Renteria discordou da área técnica em relação à atuação do administrador. Isso porque, para ele, "considerando os limites das atividades inerentes à função de administração fiduciária, entendo que, no caso em apreço, a BNY Administradora não deixou de adotar alguma medida

---

[584] Segundo o relator do PAS CVM nº 07/2012, diretor Gustavo Borba: "99. A respeito, registro que, pelo que se depreende da leitura do relatório de inquérito, a Acusação concluiu pela responsabilidade da administradora de forma reflexa e derivada da atuação das gestoras. Em outras palavras: tendo entendido que as gestoras infringiram o seu dever de diligência, a SPS e a PFE concluíram, por via indireta, que a Quality Corretora não teria, na qualidade de administradora, fiscalizado a sua atuação.
100. Entretanto, por mais que, em meu entendimento, a negligência contumaz das gestoras pudesse ser considerada como um indício para se entender pela falta de fiscalização por parte da administradora, não me parece que se possa concluir, exclusivamente com base nesse elemento, que a Quality Corretora transgrediu o seu dever de fiscalização, sem maiores diligências sobre a efetiva atuação dessa administradora ou mesmo uma análise mais aprofundada de sua participação no caso.
101. Ademais, em respeito ao supratranscrito art. 57, §5o, da ICVM 409/04, segundo o qual "o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM na esfera de suas respectivas competências", seria igualmente necessário que a Acusação delimitasse de forma precisa qual e como se caracterizaria a infração pela Quality Corretora aos seus deveres legais e regulatórios no caso concreto, tendo em vista as distintas funções que competem ao administrador e ao gestor contratado para administrar a carteira dos fundos de investimento.
102. Essa individualização da conduta, no entanto, não foi realizada, de modo que, com base nos elementos constantes nos autos, não me parece ser possível concordar com a tese acusatória nesse ponto em particular, impondo-se, portanto, a absolvição da Quality Corretora em relação à acusação de violação ao seu dever de fiscalização."

[585] PAS CVM nº RJ2015/12087, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. em 24.7.2018. Ac. CRSFN nº 05/2020, Rel. Cons. Antonio de Sá Freire Filho, j. em 21.01.2020.

[586] Em um primeiro momento, a área técnica da CVM formulou acusação contra a administradora do Fundo Pacific por suposta violação ao seu dever de fiscalização, tendo a capitulação dessa acusação sido posteriormente alterada para infração ao dever de diligência por sugestão da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM. No entanto, considerando sua pertinência, este caso também é relatado nesta Seção.

que se poderia considerar impositiva em razão do seu dever de diligência." O administrador foi absolvido dessa imputação por unanimidade de votos. Mas, é relevante chamar a atenção para a ressalva final contida no voto do relator quanto ao dever de reporte à CVM em casos tais:

> 104. Não obstante, cumpre ressaltar, para fins de orientação ao mercado, que se fatos semelhantes aos apurados neste processo tivessem ocorrido já sob a égide da Instrução CVM nº 558/2015, caberia à instituição encarregada da administração do fundo comunicar tempestivamente à CVM os indícios de violação aos deveres fiduciários que haviam sido identificados, em cumprimento ao dever estabelecido no art. 16, VIII, da referida Instrução.

O PAS CVM nº 06/2012,[587] de 2018, envolve inúmeras irregularidades em negócios feitos para a carteira de fundos de investimento, como a especificação irregular de ordens – as chamadas "operações com seguro" – para o favorecimento de determinados comitentes em prejuízo dos referidos fundos, que indiretamente tinham fundos de pensão como seus únicos cotistas. Os gestores desses fundos foram acusados – e, muitos deles, condenados – por infração ao seu dever de diligência, ao passo que ao administrador se imputou transgressão ao seu dever de fiscalizar tais gestores. Mas, de novo, diante das distintas funções que cabem ao gestor e ao administrador de um fundo, e ante a ausência de delimitação da conduta omissiva ou comissiva por parte deste que em tese caracterizaria tal transgressão, ele foi absolvido da acusação.[588]

Interrompendo uma longa sequência de absolvições de administradores de fundos de investimento por alegado descumprimento ao seu dever de fiscalização, o PAS CVM nº RJ2016/295, julgado em 2019, tratou de distintas irregularidades que teriam sido cometidas pelo HSBC, administrador de dois fundos exclusivos geridos pela gestora G&G.

Para o que interessa neste momento, vale notadamente salientar a acusação de que o administrador não teria fiscalizado de forma adequada o gestor em relação a ocorrência de desenquadramento de um dos fundos, desenquadramento este que também não foi informado à CVM. A principal controvérsia do caso girava ao redor da definição do termo "*trades*" que constava nos regulamentos. Esse termo consubstanciava um dos limites contidos na política de investimento do fundo e, nas investigações da área técnica da CVM, verificou-se que, sobre a seu significado, divergiam o gestor, o administrador e o comitê de investimentos dos fundos.

---

[587] PAS CVM nº 06/2012, Rel. Dir. Gustavo Tavares Borba, j. em 20.8.2018. Recurso no CRSFN pendente de julgamento (Processo nº 10372.100268/2019-94).

[588] Nos termos do voto do relator do PAS CVM nº 06/2012, diretor Gustavo Borba: "272. Em outras palavras, a responsabilização do administrador por falha no dever de fiscalização dependeria de uma análise individualizada de sua conduta, não podendo ser conclusão derivada e reflexa da atuação das gestoras. Ocorre que, no presente, entendo que tal individualização não foi realizada, razão pela qual voto pela absolvição da Quality Administradora e de seus diretores responsáveis em relação à acusação de violação ao seu dever de fiscalização."

Para a área técnica e para o diretor relator Gustavo Gonzalez, a ambiguidade do referido termo não permitiria que houvesse um efetivo controle a respeito do limite de investimento que ele consubstanciava, uma vez que gestor e administrador tinham leituras distintas sobre ele.

Diante desse cenário, o diretor relator Gustavo Gonzalez considerou ter restado comprovado que o HSBC "não atuou de forma diligente na revisão das políticas de investimentos constantes dos regulamentos dos Fundos Exclusivos" e tampouco diligenciou "para verificar a forma como o regulamento era interpretado pela Gestora e pelo Comitê de Investimentos".[589] O relator concluiu que o HSBC infringiu seus deveres de diligência e fiscalização, no que foi seguido, por unanimidade, pelos demais membros do Colegiado. Como mencionado, o que pode ser extraído desse precedente é a necessidade de atenção, tanto do gestor quanto do administrador, em relação aos termos utilizados no regulamento do fundo, especialmente em relação aos parâmetros da política de investimentos.

Dando sequência à descrição dos precedentes, o PAS CVM nº RJ2014/12081,[590] também julgado em 2019, foi outro que resultou em condenação do administrador. Esse processo apurou irregularidades na gestão, administração, custódia e distribuição de FIP e FIDC. Neste momento, cabe salientar que, segundo a área técnica, o Deutsche Bank, custodiante de diversos FIDC, teria irregularmente delegado a terceiros algumas de suas atividades, o que seria de conhecimento dos administradores desses fundos (Cruzeiro do Sul, Banco Prosper e Oliveira Trust). Eles também teriam tido ciência de falhas dos serviços prestados pelos custodiantes e pelos terceiros, mas, ainda assim, teriam permanecido inertes em sua atuação. Os administradores teriam, nessa perspectiva, violado seu dever de fiscalização.

O diretor relator Henrique Machado votou pela absolvição de um dos administradores (Oliveira Trust), pois teria restado demonstrado que ele de fato atuou para sanar inconsistências na documentação do lastro dos direitos creditórios que chegaram ao seu conhecimento. Por outro lado, concluiu o relator que, ante a omissão do custodiante para, junto aos terceiros contratados, corrigir as inconsistências apontadas, os demais administradores deveriam ter "atuado de forma efetiva para garantir a qualidade dos serviços contratados de forma a assegurar o bom funcionamento dos FIDC", o que não teria sido feito. O Cruzeiro do Sul e o Banco

[589] O diretor relator Gustavo Gonzalez ainda destacou o seguinte no PAS CVM nº RJ2016/295: "23. Os regulamentos dos fundos de investimento devem ser redigidos de forma clara e precisa. Especificamente no tocante às políticas de investimento, é fundamental que os critérios de composição da carteira sejam claramente definidos, não só para nortear as decisões de investimento tomadas pelo gestor, como também para permitir ao administrador fiduciário verificar – a posteriori – o enquadramento da carteira de cada fundo administrado à sua respectiva política de investimento".

[590] PAS CVM nº RJ2014/12081, Rel. Dir. Henrique Machado, j. em 18.6.2019. Recurso no CRSFN pendente de julgamento (Processo nº 10372.100317/2019-99).

Prosper foram condenados por violarem seu dever de fiscalização. Vale transcrever o trecho do voto do relator, diretor Henrique Machado, que trata da atuação do Cruzeiro do Sul DTVM, cuja linha de raciocínio foi também utilizada em relação ao Banco Prosper:

> 148. **O dever de fiscalizar não significa dever de refazer ou verificar cada operação realizada pelo terceiro contratado. Mas implica, no presente caso, o dever de o administrador adotar procedimentos que tenham como objetivo assegurar que os serviços estejam sendo executados pelo terceiro contratado de forma diligente, no intuito de garantir os interesses dos cotistas do fundo, destacadamente quando confrontado com sinais claros de má-execução.**
>
> (...)
>
> 151. Diante da omissão do custodiante e por força de seu dever de fiscalizá-lo, a Acusada, também conhecedora dos problemas existentes, deveria ter atuado de forma efetiva para garantir a qualidade dos serviços contratados de forma a assegurar o bom funcionamento dos FIDCs. Era esperado que a Cruzeiro do Sul DTVM, diante da omissão do custodiante na solução dos problemas reportados, exigisse análise complementar das causas do problema, aumento no tamanho da amostra, fiscalização e revisão dos procedimentos adotados no processo de recepção e verificação de lastro ou até mesmo que tomasse providências no sentido de substituir o custodiante ou, neste caso, o terceiro que executava diretamente parte das atividades.
>
> 152. Assim, ao não atuar de forma ativa e eficaz junto ao custodiante e terceiro contratado, visando garantir que os serviços fossem executados de forma a garantir o bom funcionamento dos fundos, concluo que a Cruzeiro do Sul DTVM, no seu papel de administradora, descumpriu o disposto o art. 65, XV, da Instrução CVM n° 409/04. (negritos nossos)

No âmbito do PAS CVM nº 21/2010,[591] julgado em 2019, também foram examinados problemas relacionados à especificação irregular de ordens, prejudicando fundos de investimento que tinham fundos de pensão como seus únicos cotistas. Em que pese muitos dos gestores tenham sido condenados, o BNY Mellon, enquanto administrador desses fundos, foi absolvido da imputação de violação ao seu dever de fiscalização. Isso porque, no entendimento do diretor relator Carlos Rebello, a distinção de papeis entre o administrador e o gestor de um fundo de investimento deve ser considerada "com muita cautela", "especialmente em casos em que as irregularidades identificadas digam respeito às decisões de investimento".

Nesse sentido, o relator, em linha com precedentes anteriores, consignou ainda que "a avaliação da responsabilidade do administrador fiduciário quanto ao cumprimento do seu dever

[591] PAS CVM nº 21/2010, Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. em 15.10.2019. Recurso no CRSFN pendente de julgamento (Processo nº 10372.100066/2020-86).

de fiscalização impõe a condução de diligências pela área técnica" uma vez que é preciso "comprovar que, para além da irregularidade cometida pelo gestor, essa não foi identificada em decorrência de falhas nos mecanismos de supervisão mantidos pelo administrador". Por isso, e considerando que a área técnica não realizou diligências para aferir a existência ou efetividade das rotinas de fiscalização do BNY Mellon, o diretor relator Carlos Rebello votou por sua absolvição, no que foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado da CVM.

O último dos processos sancionadores julgados em 2019 que versaram sobre o dever de fiscalização do administrador foi o PAS CVM 05/2012.[592] No âmbito desse caso, foram formuladas duas imputações diferentes contra a gestora ARX, referentes a períodos distintos. Na primeira, sustentou-se que, entre 2003 e 2006, a ARX não teria um sistema que permitisse o rateio equitativo das diversas ordens dadas por ela em nome dos diversos fundos sob sua gestão. O BNY Mellon, na qualidade de administrador de um fundo sob gestão da ARX que teria sido prejudicado pelo suposto sistemático direcionamento de negócios ruins por conta da ausência desse sistema, foi acusado de não ter fiscalizado a gestora. Na segunda imputação, afirmou-se que a ARX teria realizado prática não equitativa no ano de 2007, por deliberadamente escolher os fundos perdedores e ganhadores com os negócios.

Não obstante ter concordado com a acusação contra a gestora a respeito da ausência de demonstração da existência de um sistema de rateio equitativo de ordens, o diretor relator Gustavo Gonzalez divergiu quanto à imputação em desfavor do administrador. Para o relator, embora seja responsabilidade do administrador aferir se o gestor possui políticas de rateio de ordens que atendam à regulamentação, bem como periodicamente confirmar se as ordens estão sendo rateadas conforme essa política, o BNY Mellon não conseguiria ter o nível de acesso que dele teria sido exigido pela acusação no caso concreto. Além disso, nos anos de 2009 e 2010, a própria área técnica teria realizado auditoria em tais políticas da gestora, não tendo encontrado problemas. O relator votou pela absolvição do BNY e foi acompanhado pelo Colegiado.[593]

---

[592] PAS CVM nº 05/2012, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. em 3.12.2019. Recurso no CRSFN não localizado.

[593] Nos termos do voto proferido pelo diretor relator Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº 05/2012: "38. Esse dever de monitoramento do administrador fiduciário precisa ser interpretado de forma cuidadosa. Como disse recentemente, as diversas representações do dever de diligência – em especial, aquela associada ao dever de fiscalizar – não podem ser lidas de modo excessivamente abrangente, sob pena de se criarem expectativas irreais de comportamento e parâmetros despropositadamente rigorosos de revisão que, ao final, na indústria de fundos, tendem a criar redundâncias descabidas e custos desnecessários. (.)

40. Não há dúvida de que a responsabilidade por implantar um sistema que possibilite o rateio equitativo de ordens transmitidas de forma agrupada é do gestor. Afinal de contas, compete ao gestor emitir as ordens de compra e venda de ativos financeiros para os fundos cuja carteira administra; consequentemente, cabe também a ele a decisão sobre o eventual grupamento de ordens para posterior distribuição entre os fundos de investimento geridos. Esse fato não significa que o administrador fiduciário não tenha responsabilidade por monitorar a atuação do gestor no que se refere ao rateio de ordens, mas determina a forma como esse monitoramento pode e deve ser feito.

Finalmente, em 2020, foi julgado o PAS CVM nº RJ2014/3161, que consolida muitos dos pontos explorados nos precedentes anteriormente citados. Nesse caso, o BNY Mellon, enquanto administrador, foi acusado de ter infringido tanto o seu dever de diligência quanto o seu dever de fiscalização. De um lado, a área técnica da CVM concluiu que o administrador de um fundo – que somente tinha um cotista investidor profissional – não havia sido diligente porque, embora tivesse ciência de que o emissor de um CCB que seria adquirido pelo gestor para o fundo passava por dificuldades, não interferiu para impedir esse negócio.

A diretora relatora Flávia Perlingeiro discordou da imputação, nos seguintes termos:

> 144. A meu ver, a tese acusatória é insubsistente por pelo menos duas razões.
>
> 145. **A primeira é que não cabe ao administrador de fundo de investimento impedir aquisições de ativos amparadas em decisão de investimento que está na esfera de atribuições do gestor, até mesmo porque, (e, no caso, não era diferente), as operações dos fundos prescindem de uma autorização do administrador para ocorrer**. Mesmo que se constate que o administrador do fundo tinha conhecimento de informação sobre risco de crédito do emissor de título a ser adquirido, isso não leva automaticamente à conclusão de que se ele não agiu para impedir a conclusão do negócio isso consubstanciaria uma atuação não diligente do administrador. **Não cabe atribuir ao administrador responsabilidade por não ter evitado eventual prejuízo ao não obstar a realização do negócio, pois sua verificação, como bem aponta a defesa da Administradora, ocorre *ex post.***
>
> 146. **A segunda é que a análise da operação que incumbe ao administrador do fundo é de adequação à política de investimentos e não de mérito**. Se o fundo de investimento conta com um gestor diferente do administrador, é justamente porque seus cotistas confiaram ao primeiro a atribuição de avaliar e selecionar os melhores negócios **e ao segundo de verificar se o primeiro está exercendo suas funções dentro dos limites estabelecidos no regulamento e nas normas aplicáveis, aferindo seu enquadramento**. (negritos nossos)

De outro lado, o administrador foi acusado de não ter fiscalizado os gestores porque não havia sido instalado o comitê de investimento previsto no regulamento de um dos fundos. De acordo com a área técnica da CVM, o BNY Mellon deveria ter atuado verificado junto aos

---

41. O administrador fiduciário pode e deve verificar se o gestor que se vale da faculdade de transmitir ordens de forma agrupada possui políticas que atendam aos requisitos estabelecidos na regulamentação. Deve, ainda, periodicamente confirmar se as ordens transmitidas de forma agrupada estão sendo rateadas de modo aderente à política. Contudo, como bem aponta a defesa, não pode o administrador, que não tem acesso à conta máster mantida pelo gestor na corretora de sua escolha e já recebe as informações das operações rateadas por fundos, fazer um controle como aquele exigido pela Acusação.

42. Noto, por fim, que a SIN testou a política de *fair allocation* utilizada pelas gestoras do grupo Mellon e concluiu que, salvo por questões pontuais, os critérios de rateio formalmente previstos eram aplicados de maneira consistente. A própria SIN, em sua análise, não identificou qualquer problema em razão da utilização da conta máster para fundos que não integravam nenhuma família."

gestores do fundo de que as aquisições de ativos para suas carteiras eram submetidas à apreciação prévia do referido comitê. A diretora relatora Flávia Perlingeiro, mais uma vez, discordou da acusação, especialmente considerando que, em seu entendimento, a não formalização do comitê não havia impedido que os negócios fossem submetidos ao cotista.

São também relevantes para esta descrição as precisas observações da diretora relatora no sentido de que "o cumprimento diligente do dever de fiscalização pelo administrador do fundo não se confunde com a obrigação do gestor de respeitar o disposto no Regulamento e que, portanto, a absolvição de um não implica, necessariamente, na do outro", bem como que "o dever do administrador de fiscalizar terceiros contratados pelo fundo constitui obrigação de meio e não de resultado e que a análise quanto a seu cumprimento implica em avaliação sobre se as verificações implementadas eram compatíveis com a atividade fiscalizada".

Em resumo, percebe-se que a CVM já consolidou relevantes balizas sobre os contornos e os limites do dever de fiscalização do administrador. Em grande medida, a jurisprudência da CVM ressalta aspectos que se amoldam perfeitamente à visão de que o administrador do fundo funciona como o supervisor independente, ou *gatekeeper*, do modelo de governança dos fundos de investimento brasileiros – muito embora, como exposto, alguns casos sugiram uma atuação do administrador que não parece ser adequada àquilo que, em linha com os princípios e experiências internacionais, se esperaria de uma Entidade Independente de Supervisão.

Em uma tentativa de sistematização dos principais pontos extraídos da jurisprudência acima citada, pode-se dizer que os contornos do dever de fiscalização do administrador de fundos de investimento, tal como ora entendido pela CVM, são os seguintes: (i) a ação fiscalizatória do administrador ocorre através de rotinas e controles de supervisão *ex post,* que devem ser efetivas e proporcionais à atividade objeto da fiscalização; (ii) não se exige que o administrador atue previamente para impedir a realização de um negócio para a carteira do fundo por parte do gestor; (iii) não cabe ao administrador analisar o mérito das operações feitas pelo gestor em nome do fundo, mas sim verificar objetivamente a sua conformidade às regras aplicáveis, especialmente as relativas a enquadramento contidas no regulamento e na regulamentação; (iv) o administrador deve investigar sinais de alerta (*red flags*) que indiquem desconformidades, cotejando eventuais dúvidas a partir de fontes diversas e informações públicas, não podendo se fiar, em tais casos, exclusivamente na palavra do gestor; (v) o administrador tem um dever de reporte à CVM não apenas quando constatar desenquadramentos nos casos em que se deparar com indícios de irregularidades.

Por sua vez, no que diz respeito à aferição do cumprimento do dever de fiscalização por parte do administrador, os precedentes da CVM podem ser sintetizados da seguinte forma: (i) o dever de fiscalização do administrador é uma obrigação de meios, pelo que falhas ocasionais na detecção ou na obstaculização de irregularidades por terceiros não caracterizam automaticamente uma violação a essa obrigação; (ii) o exame das condutas do gestor (ou outros prestadores de serviço) e do administrador deve ser feito em separado, posto que a conclusão de que um deles infringiu suas obrigações regulatórias não significa necessariamente que o outro também o fez; e (iii) a verificação do cumprimento do dever de monitoramento do administrador perpassa fundamentalmente por uma avaliação procedimental da adequação das rotinas e controles por ele implementados *vis-à-vis* as atividades objeto de fiscalização.

4.7 As alterações em debate na Audiência Pública SDM 8/2020

Como mencionado, neste momento está em discussão no âmbito da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, uma proposta de reforma do arcabouço jurídico dos fundos de investimento. Para o que interessa para fins deste estudo, é válido notar que essa reforma pode levar à superação de alguns desafios à identificação do papel do administrador no regime brasileiro, muito embora, como se verá adiante, tenham sido mantidos dispositivos que atribuem a ele (e ao gestor) deveres de fiscalização que continuam contendo comandos muito abertos.

4.7.1 O reconhecimento normativo da estrutura tripartite

A minuta de norma colocada em discussão pela CVM é dividida em três partes, sendo uma minuta de Resolução e dois Anexos Normativos. A Resolução consiste em uma estrutura principal que contém os artigos que serão aplicáveis a todos os fundos registrados na CVM. O Anexo Normativo I, por sua vez, versa sobre os fundos conhecidos como Fundos 555 – e que passarão a ser referenciados como Fundos de Investimento Financeiros (FIF). Já o Anexo Normativo II trata das regras aplicáveis aos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Na minuta de Resolução, propõe-se que os fundos passem a ser constituídos por meio de uma deliberação conjunta do administrador e do gestor, de modo a refletir uma dinâmica mais próxima do que aquela existente na prática de mercado. Explicou a CVM: [594]

[594] Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, p. 6.

> **Considerando que norma vigente não reflete a dinâmica que muitas vezes se observa na prática e buscando dar maior efetividade às mudanças trazidas pela LLE** [Lei de Liberdade Econômica]**, a Minuta propõe que o protagonismo do fundo passe a ser dividido entre o administrador fiduciário e o gestor da carteira de ativos, que passam a ser denominados, em conjunto, como prestadores de serviços essenciais (art. 2º, XXVIII).** (negritos nossos)

A constituição do fundo por uma deliberação conjunta do administrador e do gestor será uma exigência, e não uma faculdade. Assim, rompendo drasticamente com a tradicional estrutura normativa vigente e que pode ser resgatada desde a década de 1970 – como citado no Capítulo III –, pela primeira vez a CVM propõe que o protagonismo na constituição e na condução das atividades dos fundos de investimento passe a ser repartido entre o administrador e o gestor.

A reestruturação normativa proposta pela CVM tem por claro objetivo remanejar as atribuições que hoje estão concentradas na figura do administrador, passando tarefas que hoje estão formalmente sob sua competência para as mãos do gestor. Com isso, o que se quer é corrigir aquela distorção do modelo vigente por meio de uma redistribuição, entre o gestor e o administrador, das responsabilidades regulatórias pela operação do fundo de investimento.

Um dos principais resultados dessa redistribuição é que o administrador não mais será diretamente responsável pela gestão da carteira do fundo de investimento, levando a uma maior equivalência entre a posição jurídica do administrador (do fundo) – a ser refletida no novo regime jurídico que será editado pela CVM – e a categoria de administrador fiduciário – tal como estabelecida nas normas que tratam da atividade de administração de carteiras.

A sugestão da CVM, em certa medida, aproxima o modelo de governança dos fundos de investimento brasileiros àquele atualmente observado na União Europeia. Em certa medida, porque o regime proposto acaba por cindir a posição tipicamente ocupada pela *Management Company* de um UCITS. Afirma-se isso porque, se no modelo europeu a ManCo é considerada a responsável pela realização de todas as principais atividades necessárias ao funcionamento de um UCITS – o que inclui gestão, administração e distribuição, excluindo somente a custódia, atribuída ao *Depositary* –, no novo regime brasileiro essa função-chave será assumida conjuntamente pelo gestor e pelo administrador, ainda que, por conta de sua relevância, possa se dizer que o primeiro figurará como protagonista e o segundo, como coprotagonista.

Sendo a reforma implementada da maneira como proposta, o administrador não mais será responsável por contratar o gestor em nome do fundo. Ao contrário, ambos serão considerados como os prestadores de serviços essenciais do veículo e, assim, responsáveis por

sua constituição e pela elaboração de seu regulamento.[595] Essa modificação põe fim a qualquer discussão sobre eventual vínculo de delegação entre o administrador e o gestor. Isso porque, mesmo que seja natural que o administrador e o gestor venham a celebrar contratos para regular mais detalhadamente aspectos operacionais de suas atividades, o primeiro não mais será considerado como o responsável por selecionar o segundo em nome do fundo.

Ainda nessa esteira, outra substancial modificação diz respeito a como a operação do fundo de investimento é descrita. O tradicional texto – que afirmava que a administração do fundo compreendia o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao seu funcionamento e manutenção – não constará do texto da nova norma. Esta passará a prever que "[o] funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo".[596]

Sendo assim, caberá ao administrador e gestor contratarem, em nome do fundo em que figuram como prestadores de serviços essenciais, em suas respectivas esferas de competência, terceiros para prestar determinadas atividades ao veículo.[597] Será competência do administrador representar o fundo na celebração dos contratos relacionados às atividades de: (i) tesouraria, de controle e processamento dos ativos; (ii) escrituração das cotas; (iii) classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e (iv) auditoria independente. Por sua vez, o gestor figurará nessa posição para as funções de: (i) distribuição de cotas; (ii) consultoria de investimentos; (iii) formação de mercado de classe fechada; e (iv) cogestão da carteira de ativos.

Segundo a CVM, essa divisão entre quais serviços o gestor ou o administrador serão os representantes do fundo de investimento no ato de contratação foi definida considerando as atividades mais relacionadas às atribuições de cada um desses dois prestadores de serviços.[598] Provavelmente por um lapso, a atividade de custódia não foi listada em nenhum dos casos, embora seja possível inferir que se trata de competência atribuída ao administrador.

À primeira vista, o novo regime sugerido pela CVM parece consolidar o entendimento de que nem o administrador, nem o gestor, possuem responsabilidade originária sobre os serviços prestados pelos terceiros que serão por eles contratados por conta do fundo; e que eles funcionarão, em suas esferas de competência, apenas como representantes do fundo no ato da contratação de tais terceiros. Ainda assim, vale dizer que no texto do Edital da Audiência

---

[595] Afirma o texto da minuta de Resolução: "Art. 6º O fundo de investimento será constituído por deliberação conjunta dos prestadores de serviços essenciais, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o seu regulamento."
[596] Cf. Art. 76 da minuta de Resolução.
[597] Cf. Arts. 79, §1º, e 80, III, da minuta de Resolução.
[598] Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, p. 6.

Pública SDM nº 8, de 2020, a autarquia propõe a inclusão de cláusula de responsabilidade solidária entre o administrador e o terceiro contratado para as atividades de tesouraria, controle e processamento dos ativos, bem como entre o gestor e o cogestor – e, em ambos os casos, a explicação dada pela CVM para essa proposição é a de que se está tratando "de atividades-núcleo dos prestadores de serviços essenciais, as quais demandam uma atenção e uma cautela redobrada, pelo administrador ou pelo gestor na escolha e fiscalização dos prestadores de serviços contratados para tais fins".[599] Esse ponto, portanto, demanda maiores análises.

Indo adiante, cabe mencionar que profundas transformações advêm da divisão de competências entre os prestadores de serviços essenciais na representação do fundo para fins de contratação de terceiros. Caberá tanto ao administrador quanto ao gestor, respeitadas as esferas de suas respectivas competências, realizar diligências prévias à seleção das instituições que serão por eles contratados, em nome do fundo, para prestar serviços ao veículo.[600]

Caso o fundo ou classe de cotas seja ofertado ao varejo, deverá haver cláusula de solidariedade entre o respectivo prestador de serviço essencial e os terceiros por ele contratados por conta do fundo.[601] Ademais, os prestadores de serviço do fundo serão remunerados por meio de taxas distintas – a taxa de administração e a taxa de gestão – que servirão para remunerar o prestador de serviço essencial e os terceiros em cujo ato de contratação o administrador ou o gestor figurarem como representante do fundo. [602]

4.7.2 Delimitação do dever de fiscalização do administrador

Outra proposta em discussão é a de que o dever genérico de fiscalização que recai sobre o administrador seja suprimido do regime jurídico nos termos ora descritos. Explicou a CVM:[603]

---

[599] Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, pp. 7-8.

[600] De acordo com a minuta de Resolução: "Art. 76. O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo. § 1º A contratação de terceiros por prestador de serviço essencial deve contar com prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo o prestador de serviços essencial, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente. (.)"

[601] Cf. Art. 76, §2º, da minuta de Resolução.

[602] Nesse sentido, disse a CVM: "[s]ugere-se, ainda, que a taxa de administração seja desmembrada (art. 2º, XXX e XXXII), de modo que cada prestador de serviço essencial possa pagar pelos serviços que contratar em nome do fundo (e não sejam encargos diretos); e que o pagamento de cada prestador de serviços seja evidenciado de modo individualizado, conferindo maior transparência à distribuição dos custos." Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, p. 7.

[603] Cf. CVM. Edital da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, pp. 7-8.

> **Em decorrência da redistribuição de atribuições entre os prestadores de serviços essenciais, impõe-se a alteração do atual dever do administrador de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo**.
>
> (...)
>
> A CVM tem especial interesse em saber se o público vislumbra outras hipóteses nas quais o dever de fiscalizar deveria ser expressamente estabelecido, seja como regra geral, seja com relação à alguma atividade ou categoria de fundo em específico. **Considerando que o efetivo exercício dessa obrigação implica em custos de observância que, ao final, serão suportados pelos investidores**, solicita-se que as eventuais sugestões indiquem claramente o benefício esperado. (negritos nossos)

A autarquia pretende desmembrar referida obrigação, especificando de forma mais detalhada em quais situações ela se fará aplicável. De acordo com a minuta, existirão ao menos oito situações em que a obrigação de monitoramento estará presente, quais sejam:

a) Fundos em geral: (i) o administrador deverá fiscalizar a gestão da carteira no que se refere à observância dos limites de exposição e concentração; (ii) o administrador deverá fiscalizar a gestão no tocante à identificação oportuna e precisa de ordens de compra e venda de ativos; (iii) o administrador deverá fiscalizar a gestão no que toca ao grupamento e rateio de ordens de compra e venda de ativos; e (iv) nas suas respectivas esferas de atuação, o administrador e o gestor deverão fiscalizar a observância de vedações previstas na regra por parte dos terceiros por eles contratados;

b) Fundos 555/FIF: (v) o administrador deverá fiscalizar a gestão dos Fundos 555/FIF no que diz respeito à negociação de ativos a preços de mercado; e (vi) o administrador deverá fiscalizar o serviço de custódia de FIF no que tange à verificação da existência de ativos financeiros no exterior; e

c) FIDC: (vii) o administrador deverá fiscalizar a gestão no que se refere à observância da política de investimentos do FIDC; e (viii) o administrador deve fiscalizar o serviço de registro de direitos creditórios para os FIDC.

Ainda que implicitamente, é possível afirmar que o novo modelo proposto pela CVM reconhece, pela primeira vez, a existência de uma dupla fonte para as obrigações de supervisão: a primeira fundada da necessidade de uma supervisão independente, e a segunda advinda da competência regulamentar do prestador de serviço essencial de representar o fundo na

contratação de outros prestadores. Afirma-se isso porque, das oito situações em que se prevê a existência de um dever de fiscalização, cinco delas ("i", "ii", "iii", "v" e "vii") estabelecem um dever de supervisão do administrador em relação a atos que estão sob responsabilidade do gestor, ao passo que somente as demais ("iv", "vi" e "viii") dizem respeito ao monitoramento de algum prestador de serviço essencial (seja o administrador ou o gestor) em relação a terceiro que poderá ser por ele contratado em nome do fundo de investimento.

A propósito, como o administrador não será mais responsável por contratar o gestor em nome do fundo, definitivamente não há como se falar que seu dever de fiscalização nascerá desse ato e, muito menos, de uma eventual terceirização de funções dele para o gestor. Nesse sentido, as modificações em debate no âmbito da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, implicarão em outra importante consequência: o novo modelo de governança dos fundos brasileiros passa a ser claramente estruturado ao redor do mencionado arranjo tripartite investidor-gestor-supervisor, com o administrador assumindo essa última posição. Em outras palavras, isso significa que, nesse novo regime, não haverá dúvidas sobre a posição de *gatekeeper* ocupada pelo administrador na governança dos fundos de investimento locais.

Por isso, é bastante louvável a proposta da CVM de suprimir do arcabouço jurídico o dever genérico de fiscalização ora atribuído ao administrador, na medida em que este, tal como incorporado na regulamentação da autarquia há mais de 15 anos, decididamente não se coaduna com os princípios e experiências internacionais segundo os quais as obrigações de vigilância impostas à Entidade Independente de Supervisão dos veículos de investimento coletivo devem ser, o máximo possível, específicas e objetivas, o que também é corroborado pela literatura.

Dito isso, verifica-se que as situações elencadas na proposta da CVM – que suscitarão algum tipo de fiscalização pelo administrador – estão essencialmente ligadas aos problemas relacionados à atuação de gestores de fundos de investimento com os quais a autarquia tem se deparado nos últimos anos durante a análise de casos concretos, alguns deles descritos neste estudo. Com isso, o que se percebe é que a autarquia implicitamente adota a ideia, bastante comum na literatura, de que os guardiões funcionam como posto avançado do regulador no âmbito da estrutura dos veículos de investimento coletivo, por possuírem acesso mais fácil às informações do veículo e aos outros prestadores de serviço do fundo de investimento.

Sem adentrar ao mérito das propostas formuladas e ora em discussão, parece ser inquestionável que elas ainda adotam um tom muito amplo e, mais do que isso, dirigem o foco da vigilância não tanto em *o que* precisa ser objeto de verificação por parte do administrador, mas, sim, em *quem* ("o administrador deverá fiscalizar a gestão da carteira..."), aspecto que fica

muito evidente na proposta relativa ao item “viii”. Outra dimensão desse ponto é que, até o momento, não foi posta em discussão proposta de alteração da Resolução CVM nº 21, de 2021 – que substituiu a Instrução CVM nº 558, de 2015 –, a qual também trata, em termos bem amplos, sobre as obrigações de vigilância do administrador. Parece ser necessário que também essa norma venha a ser modificada com o objetivo de gerar um melhor alinhamento entre os diplomas que se aplicam aos fundos de investimento e aos seus gestores e administradores.

***

CONCLUSÃO

O presente trabalho se propôs a estudar o dever de fiscalização atribuído pelo regime jurídico vigente ao administrador de um fundo de investimento a partir das seguintes dimensões: (i) a *origem* da eleição de um ator inserido na estrutura do fundo para atuar como fiscalizador de algumas de suas operações; (ii) os *fundamentos* para a obrigação de supervisão recair sobre o administrador no regime jurídico brasileiro de fundos de investimento; e (iii) as *perspectivas* sobre o que se espera do administrador no exercício de seu dever de vigilância.

Para tanto, como um ponto de partida e a fim de lançar as bases para o entendimento do instituto, o Capítulo I explorou os problemas que reguladores e acadêmicos comumente identificam como originados da atividade e organização dos veículos de investimento coletivo. Utilizando-se como chave de análise a teoria da agência, esse estudo demonstrou que os fundos de investimento são, em geral, entendidos como instrumentos econômica e juridicamente eficientes para a coletivização da prestação do serviço de gestão de recursos. Contudo, dessa pesquisa também emergiu a constatação de que o fenômeno da dissociação entre fundos de investimento e gestores, sustentáculo de tal eficiência, acaba por também criar, como em toda relação de agência, potenciais desalinhamentos de interesses entre os gestores e os cotistas.

Diante disso, foram igualmente estudadas as principais fontes desses desalinhamentos, pelo que se transcorreu sobre temas como o formato da remuneração paga pelos cotistas aos gestores por seus serviços; as diferenças nas preferências de risco entre gestores e cotistas; a importância relativa conferida pelos gestores aos diferentes fundos que gere ao mesmo tempo; e os conflitos relativos a outros serviços prestados pelo conglomerado do gestor.

Em seguida, no Capítulo II, passou-se à investigação de algumas estratégias jurídicas adotadas pelos reguladores para lidar com os problemas identificados acima. Dentre elas, destinou-se maior atenção à obrigação de que os gestores atuem no melhor interesse dos cotistas, materializada na cominação de deveres fiduciários; à imposição de normas de condutas mais concretas, desde a obrigatoriedade de os gestores implementarem políticas para limitação de sua discricionariedade até a vedação de determinadas operações; e a prescrição de um regime de prestação compulsória de informações. Mas, identificou-se que essas estratégias jurídicas mais tradicionais, embora usualmente adotadas, são consideradas como insuficientes para lidar, sozinhas, com os conflitos de interesses embutidos na estrutura dos fundos de investimento coletivo, tendo em vista as elevadas assimetrias informacionais e de poder que impulsionam o problema de ação coletiva que se coloca entre os investidores dos fundos de investimento.

Nesse sentido, o presente estudo, ainda no âmbito do Capítulo II, discorreu sobre uma outra estratégia jurídica, considerada como um pilar da regulação dos fundos de investimento em âmbito global e alçada pela IOSCO como o princípio primário de governança desses veículos – isto é, a presença, na composição do fundo, de um ator que tenha por função servir como um supervisor independente, um *gatekeeper*, de determinadas atividades do veículo, especialmente aquelas relacionadas às suas decisões de investimento, do que decorre a estrutura tripartite investidor-gestor-supervisor. Em grande medida, a eficiência dessa estratégia depende de que as funções esperadas desses guardiões sejam bem delimitadas, o que levou aquele *standard setter* a realizar um amplo exercício sobre a independência, poderes e funções desses supervisores independentes. E desse exercício se extrai a relevância de os regimes jurídicos indicarem *o que* deve ser objeto de fiscalização por parte desses *gatekeepers* e – na medida do possível ante à natureza dessa função – *como* essa fiscalização deve ser feita.

Ao mesmo tempo, contudo, identificou-se que os princípios internacionais igualmente sugerem a atribuição de um dever de vigilância a quem quer, sendo um prestador de serviços de um fundo, delegue a terceiros alguma de suas atribuições originárias. Mas, diferentemente do cenário anterior, há uma menor preocupação com a especificação dessas atribuições fiscalizatórias, o que, em muito, é explicado pelo fato de, no mais das vezes, a delegação acarretar transferência de tarefas a terceiros, mas não de responsabilidades. Daí porque, em linha com tais princípios, o foco da vigilância recair em *quem* precisa ser supervisionado.

A fim de ilustrar como essas orientações são incorporadas nas normas, foram descritos, no Capítulo II, os modelos de governança de fundos de investimento presentes em três regimes regulatórios estrangeiros (o europeu, o norte-americano e o australiano). Por meio de uma descrição normativa foi possível neles identificar, de um lado, que há um esforço para demarcar, com a maior precisão possível, o que se espera dos agentes que funcionam como os *gatekeepers* nesses diferentes sistemas, bem como, de outro lado, que há uma evidente separação entre deveres decorrentes dessa posição daqueles advindos de um regime de delegação.

No entanto, pela exposição normativa do vigente modelo de governança dos fundos de investimento brasileiros não se conseguiu distinguir essas distintas origens para as obrigações de vigilância atribuídas ao administrador. Ao reverso, o que restou claro foi que o ordenamento jurídico em vigor elege o administrador como o protagonista da estrutura dos fundos de investimento e, por conta dessa concepção, coloca sobre ele obrigações de monitoramento que são de naturezas distintas à luz das experiências internacionais, ora se aproximando do que se impõe a um *gatekeeper*, ora beirando um papel de delegante.

Para compreender como foi formada essa base jurídica que aparentemente mescla diferentes papeis na figura do administrador, este estudo iniciou, no Capítulo III, uma incursão histórico-legislativa sobre o desenvolvimento do modelo regulatório vigente, com destaque para as circunstâncias que levaram à atribuição, ao administrador, de um papel de protagonismo na estrutura jurídica dos fundos de investimento. Para tanto, dois aspectos estiveram no centro dessa incursão. O primeiro foi o uso do instituto do condomínio como roupagem jurídica para a estruturação dos fundos no Brasil. O segundo aspecto foi o fenômeno da especialização de atividades no setor de fundos de investimento, o qual foi explorado para compreender como o arcabouço jurídico brasileiro evoluiu para responder a esse movimento.

A reconstrução histórico-legislativa permitiu compreender que o protagonismo normativo do administrador no regime vigente decorre primariamente do fato de o instituto jurídico do condomínio levar à natural centralização de poderes nas mãos de um só ator. Por muito tempo, isso refletiu a prática de mercado na medida em que grandes conglomerados financeiros historicamente ocuparam o lugar de principais administradores de fundos, ficando responsáveis por realizar todas as atividades necessárias à sua operação. E, no princípio, essas atividades integravam uma massa comum, da qual não se fazia possível identificar grandes diferenças entre cada uma delas. A gestão da carteira do fundo não escapava a essa realidade.

Entretanto, ao longo dos anos, dessa massa comum foram se descolando, por força de demandas regulatórias e de mercado, diferentes funções especializadas que hoje guardam profundas diferenças umas das outras. No Brasil, esse descolamento ocorreu notadamente com a atividade de gestão, o que foi impulsionado pelo aparecimento, no mercado nacional, dos gestores independentes. Tudo isso levou, como visto no Capítulo III, a um profundo rearranjo estrutural da indústria brasileira, que passou a ser predominantemente representada por fundos de investimento que contam com uma instituição que assume a posição de administrador, enquanto um terceiro a ele independente figura como gestor. E, embora o administrador tenha sido mantido como o principal centro de imputação de responsabilidades para fins regulatórios, foi o gestor quem passou a desempenhar, na prática, o papel de protagonista na governança e na tomada de decisões do fundo. Por isso, afirma-se se falar que o modelo jurídico vigente embute uma distorção quanto à proeminência das figuras do administrador e do gestor.

A reconstrução histórico-legislativa no Capítulo III demonstrou ainda que, ao longo do tempo, diversas obrigações fiscalizatórias foram sendo incorporadas nas normas e cominadas ao administrador, por meio de camadas que se sobrepuseram umas sobre as outras sem guardar coerência normativa entre si. E disso transcorreram as dúvidas identificadas na parte anterior

deste trabalho sobre qual é a posição assumida pelo administrador em relação ao gestor no modelo brasileiro de governança dos fundos de investimento, ou seja, se os deveres de fiscalização atribuídos ao administrador decorrem dele ter sido alçado à posição de *gatekeeper* do modelo vigente ou por conta de um vínculo de delegação mantido entre ele e o administrador.

Desse modo, no Capítulo IV, em uma abordagem mais teórica, travou-se uma discussão a respeito de qual é o papel normativo do administrador enquanto ator responsável por fiscalizar determinados aspectos da operação do fundo de investimento que estão sob a competência do gestor. Tendo em vista que o administrador atua como representante do veículo no ato de contratação de seus demais prestadores de serviço, de modo que o vínculo contratual se estabelece entre esses terceiros e o fundo (e não com o administrador), concluiu-se que parece ser mais adequado entender, em um prisma regulatório, que os deveres de fiscalização atribuídos pelo regime jurídico brasileiro ao administrador extraem seu substrato normativo de seu papel de *gatekeeper*, e não de uma de uma relação de delegação mantida entre ele e o gestor.

Ainda que não traga qualquer inovação a afirmativa de que "o administrador é o *gatekeeper* do fundo de investimento", essa constatação teórica, notadamente em uma perspectiva comparada e à luz dos princípios internacionais, fornece uma chave analítica mais precisa para compreender os fundamentos e, em especial, os limites das obrigações de vigilância do administrador. Nessa linha, na Seção 4.3.2, buscou-se explorar resumidamente, à luz do arcabouço teórico construído nas partes anteriores, o racional que justifica a escolha do administrador como o guardião do modelo brasileiro de governança dos fundos de investimento. E, em seguida, voltou-se à compreensão – e, quando se entendeu adequado, à crítica – tanto daquilo que se espera do administrador no exercício de seu dever de fiscalização quanto dos parâmetros relacionados à aferição do cumprimento desse dever.

Ainda no âmbito do Capítulo IV, foi realizada uma exposição detalhada dos precedentes da CVM que até o momento enfrentaram os contornos do dever de fiscalização do administrador de fundos de investimento. Em seguida, no encerramento do Capítulo IV e ponto final do estudo, empreendeu-se uma breve análise sobre a proposta de reforma do arcabouço jurídico dos fundos de investimento ora em discussão por meio da Audiência Pública SDM nº 8, de 2020. Por meio desse exame, foi possível verificar que a reestruturação normativa ora em discussão, aproxima, porém não equipara, o regime de governança dos fundos de investimento brasileiros àquele atualmente observado na União Europeia, o seu principal comparável. Contudo, na medida em que no novo modelo regulatório não mais caberá ao administrador

representar o fundo no ato de contratação do gestor, a alteração proposta supera qualquer discussão sobre a existência de um regime de delegação entre eles.

E, o que é mais importante, destacou-se que a partir da implementação de tal reforma o modelo dos fundos de investimento locais passará a observar claramente aquela estrutura tripartite, inexistindo dúvidas sobre a posição de *gatekeeper* ocupada pelo administrador na governança desses veículos. A despeito desse avanço, chamou-se a atenção para o fato de que as incumbências fiscalizatórias previstas na proposta em discussão apontam, em alguns casos, *quem* deve ser objeto de fiscalização, e não *o que*; para além disso, continuam inexistindo orientações mais concretas de como essa verificação deve ocorrer, o que coloca em risco a efetividade dessa estratégia regulatória. Seria mais adequado, portanto, que as normas passassem a prever, de maneira mais detalhada, o que se espera no exercício de dever de monitoramento.

Para além de tudo o quanto foi exposto, dois pontos adicionais, que extrapolam o objeto específico deste estudo, merecem destaque. De um lado, a constatação de que o fenômeno da fungibilidade jurídica está profundamente presente no campo dos veículos de investimento coletivo, o que fica evidente pelo fato de jurisdições de tradições jurídicas distintas historicamente terem adotado soluções similares, embora nem sempre idênticas, para lidar com problemas decorrentes da atividade e da organização dos veículos de investimento coletivo. Isto é, a despeito das diferenças dos formatos jurídicos utilizados para a conformação do fundo de investimento, foi possível observar que a regulação de diferentes países se aproxima em muitos pontos fundamentais no que diz respeito ao funcionamento dos fundos de investimento.

De outro, que o regime jurídico brasileiro de fundos de investimento, ainda que não se questione sua comprovada higidez – afinal, ele sustenta uma indústria que ultrapassa o trilhão de reais –, foi construído sobre bases um tanto quanto tortuosas e nem sempre coerentes sob o prisma normativo, sendo certo que a compreensão desse regime se torna ainda mais dificultada pelo fato de serem ainda escassas as pesquisas jurídicas sobre o tema, apesar do relativo avanço observado recentemente. E, se o destaque a essa escassez de estudos sobre os fundos de investimento na academia jurídica já é lugar comum, ela ainda continua verdadeira.

Por isso, a seguir são sugeridos alguns possíveis temas para abordagens futuras, decorrentes de pontos surgidos na elaboração deste texto e que mereceriam aprofundamento.

O primeiro tema diz respeito aos limites da atuação do administrador enquanto *gatekeeper* dos fundos de investimento. Com efeito, se por um lado aqui se buscou racionalizar essa posição assumida pelo administrador à luz de uma análise teórica e comparada, ele deixa

em aberto questões relevantes sobre o que efetivamente se espera do administrador em determinadas situações comuns no dia a dia dos fundos de investimento, de modo que seria salutar se tais pontos viessem a ser mais bem explorados em pesquisas futuras.

Diretamente relacionado ao tópico anterior, o segundo tema que mereceria análises mais aprofundadas diz respeito à classificação, especialmente sob uma perspectiva de direito civil, das diversas relações jurídicas que tangenciam os fundos de investimento, como aquela que se coloca entre o administrador, de um lado, e o gestor, de outro; bem como entre o administrador e o gestor, de um lado, e o fundo, de outro. Com efeito, tendo em vista o escopo e os objetivos deste trabalho, não foram aprofundadas indagações mais clássicas, porém igualmente relevantes, sobre a natureza jurídica, em uma perspectiva civilista, dessas conexões e, nem mesmo, do próprio fundo de investimento. Convida-se, assim, que estudos jurídicos posteriores explorem este tão relevante assunto, diante de suas implicações na esfera cível.

O terceiro tema, especialmente considerando o regime regulatório europeu, diz respeito à posição do custodiante no modelo nacional de governança dos fundos de investimento. É interessante notar que, tanto no arcabouço vigente quanto naquele proposto pela CVM e ora discussão, o contrato celebrado entre o fundo e o custodiante deve ter uma cláusula que vede este de executar ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo. Disso decorrem algumas indagações. O que são ordens não diretamente vinculadas à operação do fundo? Qual é o limite da análise que compete ao custodiante fazer, se é que alguma precisa ser feita? Em que medida o modelo de governança se altera nos casos em que o administrador e o custodiante são instituições distintas? São algumas perguntas que poderiam vir a ser respondidas por meio de pesquisas futuras para uma melhor delimitação da posição do custodiante no modelo de governança dos fundos de investimento brasileiros.

O quarto tema consiste na função normativa da solidariedade no regime jurídico delineado pela CVM aplicável aos fundos. Distintos fundamentos foram sendo apresentados, ao longo do desenvolvimento histórico das normas regulamentares, para a imposição de um regime de solidariedade, tais como os de que ela se justifica nos casos em que um prestador de serviços repassar a terceiros atividades que não contem com normas específicas relativas ao seu exercício; que a imposição de cláusula de solidariedade advém do fato de um prestador de serviços repassar a terceiros alguma de suas atividades-núcleo; e até mesmo que a responsabilidade solidária é necessária para promover uma maior cautela de prestadores de serviço em relação a terceiros. Por isso, é possível analisar não apenas se as premissas embutidas nesses fundamentos são procedentes – e o estudo da sociologia das organizações

parece questionar algumas dessas premissas já há algum tempo[604] –, mas também em quais situações a solidariedade se faz ou não adequada ante aos seus conhecidos efeitos laterais.

O quinto tema tangencia um aspecto mais amplo em relação à classificação do administrador do fundo de investimento enquanto *gatekeeper*, notadamente quanto ao seu enquadramento desse prestador de serviços na anatomia relativa a essa estratégia regulatória construída pela literatura, sobretudo internacional. Seria o administrador mais aproximado de um *whistleblower* considerando as limitações que possui sobre a atuação do gestor da carteira do fundo? Poderia a função fiscalizatória atribuída ao administrador ser também explicada por ser ele um "novo guardião", na linha do que vem sendo explorado pela literatura recente sobre o tema?[605] Existe compatibilidade em considerar o administrador como um *gatekeeper* ainda que se esteja lidando com um administrador que está inserido no mesmo grupo econômico do gestor? São perguntas que a doutrina poderia ajudar a responder em pesquisas posteriores.

Por fim, interessantes questões merecem ser estudas no que diz respeito à arquitetura regulatória da indústria de fundos brasileira. Em que medida regulação e autorregulação devem repartir suas competências na edição de normas sobre o segmento? Como evitar que haja uma sobreposição indevida de regras ou, ao contrário, um vácuo normativo? E de que maneira a fiscalização da indústria pode ser feita de maneira mais eficiente? Parece ser premente o aprofundamento dos estudos sobre essas questões, dentre outras relativas ao tema arquitetura regulatória da indústria de fundos, sobretudo à luz da constatação de que, no âmbito do mercado de capitais brasileiro, tal segmento provavelmente consiste naquele em que atualmente há a maior interface entre as atividades desenvolvidas pela regulação e pela autorregulação.

***

[604] V., por todos: VAUGHAN, Diane. *Rational Choice, Situated Action, and the Social Control of Organizations*. Law & Society Review, Vol. 32, Nº 1, 1998, pp. 23-61. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/827748?seq=1>. Acesso em: 4.3.2021.

[605] Merece menção de destaque, nesse sentido, a linha explorada em: VAN LOO, Rory. *The New Gatekeepers: Private Firms as Public Enforcers*. Virginia Law Review, vol. 106, 2020, pp. 467-522.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, Félix Ruiz. Os Fundos de Investimento: Condomínios Mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito*, São Paulo, v. 66, 1971, p. 223-271.

ANDRADE, Rafael. *O risco de (i)liquidez dos fundos de investimento em tempos de Covid-19*. 1.5.2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/o-risco-de-iliquidez-dos-fundos-de-investimento-em-tempos-de-covid-19-01052020>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento*. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, v. 88, 2020, pp. 179-204.

_____. *Legalidade e efeitos do registro na CVM de fundos de investimento não destinados à distribuição pública*. In: Gustavo Borba; Rodrigo Borba; José Gabriel Almeida. (Org.). *Comissão de Valores Mobiliários: Precedentes Comentados*. 1ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, v. 1, pp. 553-569.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008.

ASHTON, Peter Walter. *A Natureza Jurídica dos Fundos Abertos de Investimentos.* Porto Alegre: Editora Meridional "EMMA", 1968.

_____. *Companhias de Investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963.

AUSTRALIAN SECURITIES AND INVESTMENTS COMMISSION. *Regulatory Guide 132 - Funds management: Compliance and oversight*. 2018. Disponível em: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-132-funds-management-compliance-and-oversight/>. Acesso em: 10.4.2021.

_____. *Regulatory Guide 133 – Funds management and custodial services: Holding Assets.* 2018. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/5689879/rg133-published-31-july-2018-20200727.pdf>. Acesso em: 5.4.2021.

_____. *Regulatory Guide 152 - Funds management: Compliance and oversight*. 2018. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/4832064/rg132-published-31-july-2018.pdf>. Acesso em: 4.4.2021.

_____. *Regulatory Guide 259 – Risk Management Systems of Responsible Entities.* 2017. Disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/4196472/rg259-published-27-march-2017.pdf> Acesso em: 10.4.2021.

BANCO CENTRAL EUROPEU. *Delegated Portfolio Management: A Survey Of The Theoretical Literature*. Working Paper Series Nº. 520, 2005. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp520.pdf>. Acesso em: 15.3.2021.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. *Os Mercados de Capitais do Brasil*. Cidade do México: Panamericana, 1968.

BANCO MUNDIAL. *Mutual Funds in Developing Markets: Addressing Challenges to Growth*. Washington, D.C, 2015. Disponível em: <https://documents.worldbank.org/curated/en/495801467992512451/Mutual-Funds-in-Developing-Markets-Addressing-Challenges-to-Growth>. Acesso em: 15.1.2021.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime Jurídico das Sociedades de Investimento ("Investment Trusts")*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BEBCHUK, Lucian *et al*. *The Agency Problems of Institutional Investors*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 31, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2982617>. Acesso em: 14.3.2021.

BEBCHUK, Lucian; HIRST, Scott. *The Specter of the Giant Three*. Boston University Law Review, Vol. 99, 2019, pp. 721-741. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3385501>. Acesso em: 15.3.2021.

BECKER, Bruno Bastos. *Fundos de Investimento no Brasil: Anatomia Funcional e Análise Crítica Regulatória.* 2019. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. 3ª ed. Trad.: Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

BIRDTHISTLE, William. *Empire of the Fund: The Way We Save Now.* Nova York: Oxford University Press, 2006.

BOGLE, John. *Re-Mutualizing the Mutual fund Industry-The Alpha and the Omega*. Boston College Law Review, Volume 45, Edição 2, Nº 2, 2004, p. 391-421. Disponível em: <https://lawdigitalcommons.bc.edu/bclr/vol45/iss2/3/>. Acesso em: 11.3.2021.

CAPITAL ABERTO. *O* boom *das assets independentes*. 11.1.2019. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/gestao-de-recursos/o-boom-das-assets-independentes/>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *O* boom *das assets*. 1.4.2004. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/o-boom-das-assets/>. Acesso em: 15.2.2021.

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

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil.* 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE. Fundos Mútuos de Investimento no Brasil: A Expansão da Indústria nos Anos 1990 e Perspectivas para o Futuro. 2003. Disponível em: <https://www.cepal.org/pt-br/publicaciones/28379-fundos-mutuos-investimentos-brasil-expansao-industria-anos-1990-perspectivas-o>. Acesso em: 15.2.2021.

CHEN, Joseh *et al*. *Strategic Mutual Fund Tournaments*. 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2023805>. Acesso em: 14.3.2021.

CHOI, Stephen J. *Regulating Investors Not Issuers.* UC Berkeley Law and Economics Working Paper. 2000. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=202049>. Acesso em: 10.1.2021.

COELHO, Alexandre Ramos. *A indústria de fundos de investimento no Brasil: um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimentos*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13779>. Acesso em: 14.2.2021.

COFFEE JR., John. *A Course of Inaction: Where Was the SEC When the Mutual Fund Scandal Happened?* Legal Affairs, 2004. Disponivel em <https://www.legalaffairs.org/issues/March-April-2004/review_coffee_marapr04.msp>. Acesso em: 4.4.2021.

_____. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford University Press: Oxford, 2006.

COOPER, Michael *et al*. *The Persistence of Fee Dispersion Among Mutual Funds*. Swedish House of Finance Research Paper Nº. 14-11, 2020. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1456079>. Acesso em: 21.3.2021.

COPOLA, Marina. "Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco". In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Coord.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais: Fundos de Investimento.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, pp. 345-375.

COSTA, Roberto Teixeira da. *Mercado de Capitais: Uma Trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007.

_____. *Valeu a Pena! Mercado de Capitais: Passado, Presente e Futuro*. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2018.

CURTIS, Quinn. *The Past and Present Mutual Fund Fee Litigation Under 36(b)*. 2017. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3344494>. Acesso em: 23.3.2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital da Audiência Pública SDM nº 14/11. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html> Acesso em: 7.2.2021.

_____. Edital da Audiência Pública SDM nº 8/20. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html>. Acesso em: 10.1.2021.

_____. Edital da Audiência Pública SDM nº 2/21. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html>. Acesso em: 4.4.2021.

_____. Edital da Audiência Pública SDM nº 6/11. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm0611-edital.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. Edital de Audiência Pública SDM nº 10/14. Disponível em: <<https://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. Exposição de Motivos da Audiência Pública nº 03/06. Disponível em: <<https://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2006/sdm0306-exposicaodemotivos.pdf>. Acesso em: 26.8.2020.

_____. Relatório da Audiência Pública SDM nº 05/15. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2015/sdm0515relatorio.pdf>. Acesso em: 26.8.2020.

_____. Relatório da Audiência Pública SDM nº 10/14. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. Relatório da Audiência Pública SDM nº 7/2014, p. 72. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html>. Acesso em: 13.7.2021.

_____. Relatório da Audiência Pública SDM nº 14/11. <<https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. Relatório da Audiência Pública SDM nº 6/11. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm0611-relatorio.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*. 1979.

DeMOTT, Deborah. *Fiduciary Contours: Perspectives on Mutual Funds and Private Funds*. 2016. Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3619/>. Acesso em: 15.2.2021.

DIAS, Luciana. *Transparência como Estratégia Regulatória no Mercado de Valores Mobiliários: um Estudo Empírico das Transações com Partes Relacionadas.* Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

_____. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. 2005. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo, São Paulo.

_____. O novo mercado de capitais, o Código de Defesa do Consumidor e o STJ. *Revista Advocacia Hj*., nº 5, 2020. Disponível em: <https://www.oab.org.br/revistas/revista-adv-hj-5a-edicao.pdf. Acesso em: 20.4.2021.

DIAS, Luciana; TRONCOSO, Maria Clara. "Panorama dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil". In: HANSZMANN, Felipe (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, pp. 237-271.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento*. São Paulo: Almedina, 2018.

DUFLOTH, Rodrigo. *A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. *Seis meses em 1965: A Lei nº 4.728, a Extinção dos Corretores de Fundos Públicos e a Fundação do Moderno Mercado de Capitais*. Versão de 27.2.2020. Disponível em: <https://5ad2dfdf-fdcf-4d2e-bad8-f0771e6e8846.filesusr.com/ugd/b5264b_2b8c6a38ee014db28b8e65edec169445.pdf.> Acesso em: 16.2.2021.

EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION. *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2020 & Results for the Full Year of 2020*. 2021. Disponível em: <https://www.efama.org/newsroom/news/european-statistics-q4-2020-2020-trends-inflows-ucits-and-aifs-bring-european-fund>. Acesso em: 13.4.2021.

EIZIRIK, Nelson *et al*. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3ª ed. Renovar: Rio de Janeiro, 2011.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. *ESMA Working Paper Nº 2, 2020: Closet Indexing Indicators and Investor Outcomes*. 2020. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esmawp-2020-2_closet_indexing.pdf>. Acesso em: 13.4.2021.

_____. *ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive – Final Report*. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_379.pdf>. Acesso em: 2.5.2021.

_____. *Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 2013. Disponível em: < https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-key-concepts-aifmd-0>. Acesso em: 2.5.2021.

_____. *Opinion to support supervisory convergence in the area of investment management in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union.* 2017. Disponível em: https://www.esma.europa.eu/document/opinion-support-supervisory-convergence-in-area-investment-management-in-context-united . Acesso em: 13.4.2021.

_____. *Public Statement - Supervisory Work On Potential Closet Index Tracking*. 2016. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/document/public-statement-supervisory-work-potential-closet-index-tracking>. Acesso em: 14.3.2021.

_____. *Questions and Answers: Application of the UCITS Directive*, 2021. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34_43_392_qa_on_application_of_the_ucits_directive.pdf>. Acesso em: 15.4.2021.

_____. *Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive*. 2020. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-551_esma_letter_on_aifmd_review.pdf>. Acesso em: 13.4.2021.

FAMA, Eugene; FRENCH, Keneth. Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance*, Vol. 65, Nº 5, 2010, 1915-1947. Disponível em: <https://mba.tuck.dartmouth.edu/bespeneckbo/default/AFA611-

Eckbo%20web%20site/AFA611-S8C-FamaFrench-LuckvSkill-JF10.pdf>. Acesso em: 14.3.2021.

FINK, Matthew. *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View.* 2ª ed. Nova York: Oxford University Press, 2011.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito de Interesses Apurado pela Própria Assembleia de Quotistas. Quórum Qualificado para Destituição de Administrador de Fundo*. In: Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa. São Paulo, SP: Malheiros Editores, 2009, pp. 185-194.

FRANKEL, Tamar; e CUNNINGHAM, Lawrence. The Mysterious Ways of Mutual Funds: Market Timing. *Annual Review of Banking and Financial Law*, Vol. 25, Nº 1, 2006, pp. 236-293. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960145>. Acesso em: 4.4.2021.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

FINANCIAL SERVICES COUNCIL. *Guidance Note 37: Template Operational Due Diligence Questionnaire*. 2018. Disponível em: <https://www.fsc.org.au/resources/fsc-standards-and-guidance-notes/guidance-notes>. Acesso em: 10.4.2021.

GAGGINI, Fernando. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*. São Paulo: Leud, 2001.

GASPAR, José-Miguel *et al*. *Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization*. 2004. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=557078 . Acesso em: 15.3.2021.

GILES, Mark *et al*. *Managing Collective Investment Funds*. 2a. ed. Sussex: Wiley, 2003.

GILSON, Ronald; GORDON, Jeffrey. *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*. Columbia Law Review, 2011, Vol. 113, Nº 4, p. 863-928, Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2206391>. Acesso em: 15.2.2021.

HAENSEL, Taimi. *A Figura dos Gatekeepers*: *Aplicação às Instituições Intermediárias do Mercado Organizado de Valores Mobiliários Brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2014.

HANRAHAN, Pamela; RAMSAY, IAN. *Regulation of mutual funds in Australia*. 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2890631>. Acesso em: 10.4.2021.

HAZENBERG, JanJaap. *Investment Fund Governance: An Empirical Investigation of Luxembourg UCITS*. Tese (Doutorado em Finanças) – Universidade de Luxemburgo, Luxemburgo, 2012. Disponível em: <https://orbilu.uni.lu/handle/10993/15562>. Acesso em: 14.2.2021.

HOOGHIEMSTRA, Sebastian. *Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe*. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de Utrecht, Utrecht, 2018. Disponível em: <https://dspace.library.uu.nl/handle/1874/358666>. Acesso em: 1.4.2021.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Conflicts of Interests of CIS Operators*. 2000. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>. Acesso em: 16.3.2021.

_____. *Delegation of Functions* 2000. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD113.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Part I (Final Report)*. 2006. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Examination of Governance for Collective Investment Schemes: Part. II - Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be performed by the 'Independent Oversight Entities* (*Final Report*). 2007. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD237.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Final Communiqué of the XXIXth Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions*. 2004. Disponível em: <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS67-English.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Good Practice for Fees and Expenses of Collective Investment Schemes*. 2016. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD543.pdf. Acesso em: 14.3.2021.

_____. *Investor Disclosure and Informed Decisions: Use of Simplified Prospectuses by Collective Investment Schemes*, 2002. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD131.pdf.> Acesso em: 15.3.2021.

_____. *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum*, 1994. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes.* 1997. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>. Acesso em: 15.2.2021

_____. *Principles on Outsourcing: Consultation Report*. 2020. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD654.pdf>. Acesso em: 16.4.2021.

_____. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets - Final Report*, 2015. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acesso em: 21.3.2021.

INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. *Overview of Fund Governance Practices - 1994–2018*. 2019. Disponível em: <https://www.ici.org/news-release/19_news_ofgp>. Acesso em: 5.4.2021.

JENSEN, Michael; MECKLING, Willian. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, 1976. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=94043>. Acesso em: 11.3.2021.

KRAAKMAN, Reinier. *Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls*. Yale Law Journal, 93, 1984, p. 857-989. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/160249207.pdf>. Acesso em: 4.4.2021;

_____. *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*. Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 2, Nº 1, 1986, pp. 53-104. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/764916>. Acesso em: 4.4.2021.

KRAAKMAN, Reinier *et al*. *A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparada e Funcional*. Trad.: Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018.

KRUG, Anita. *Investment Company as Instrument: The Limitations of The Corporate Governance Regulatory Paradigm*. Southern California Law Review, Vol. 86, N. 2, 2013, pp. 263-320. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2131461>. Acesso em: 15.2.2021.

LABY, Arthur. "The Fiduciary Structure of Investment Management Regulation". In: *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. BIRDTHISTLE, William; MORLEY, John. Cheltenham: Edward Elgar, 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2993429>. Acesso em: 4.4.2021.

LANCELLOTA, Amy; PIKE, Paulita; STEVENS, Paul. Fund Governance: A Successful, Evolving Model. *Virginia Law & Business Review*, Vol. 10, Nº 3, 2016, pp. 455-489.

LOUREIRO, Orozimbo Roxo. *Garimpando Reminiscências.* São Paulo: Grafikor, 1976.

LOWENSTEIN, Louis. *The Investor's Dillema: How Mututal Funds are Betraying Your Trust and What to do About It*. New Jersey: Wiley, 2008.

MARTINS NETO, Carlos. *A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações*. São Paulo: Almedina, 2017.

MAHONEY, Paul. *Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds.* Journal of Economics Perspectives (Forthcoming), 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=521422>. Acesso em: 11.3.2021.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. "Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964". In: LIMA, Maria Lucia L. M. Pádua. (Org.). *Agenda Contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil.* São Paulo: Saraiva, 2012, v. II, pp. 189-235.

MOLONEY, Niamh. *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*. Nova York: Cambridge University Press, 2010.

MOODIE, Grant; RAMSAY, Ian. *Managed Investment Schemes: An Industry Report*, 2003. Disponível em: <https://law.unimelb.edu.au/__data/assets/pdf_file/0005/1723532/13-ManagedInvestments2.pdf>. Acesso em: 5.4.2021.

MORLEY, John. The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation. *The Yale Law Journal*, Vol. 123, Nº 5, 2014, p. 1128-1287 Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/23744442?seq=1>. Acesso em: 11.3.2021.

_____. *Why Do Investment Funds Have Special Securities Regulation?*. 2019. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3375450>. Acesso em: 11.3.2021.

NASSER, Salem; RACHMAN, Nora; e PRADO, Viviane Muller. *Do transnacional para o nacional: IOSCO, o mercado de valores mobiliários brasileiro e accountability*. UNICEUB, Revista de Direito Internacional, V. 13, N. 1, 2013. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/306296744_Do_transnacional_para_o_nacional_IOSCO_o_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_e_accountability>. Acesso em: 15.2.2021.

NEVES, José Roberto de Castro. *Direito das Obrigações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: GZ, 2012.

NORTH, Douglass. *Institutions*, *Ideology, and Economic Performance*. Cato Journal, Vol. 11, nº 3, 1992, pp. 477-496. Disponível em: <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1992/1/cj11n3-11.pdf>. Acesso em: 21.3.2021.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*. 2001. Disponível em: <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/1918211.pdf>. Acesso em: 15.1.2021.

_____. *Owners of the World's Listed Companies*. Paris, 2019 Disponível em: www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm>. Acesso em: 14.2.2021.

_____. *Standard Rules for the Operations of Institutions for Collective Investment in Securities*. 1971. Disponível em: <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/72>. Acesso em: 15.2.2021.

_____. *White Paper on Governance of Collective Investment Schemes (CIS)*. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/white-paper-on-government-of-collective-investment-schemes-cis_fmt-v2005-art5-en>. Acesso em: 15.2.2021.

OLIVA, Milena Donato. Indenização Devida "Ao Fundo de Investimento": Qual Quotista Vai ser Contemplado o Atual ou o da Data do Dano? *Revista dos Tribunais*, vol. 904, 2011, pp. 1303-1328.

OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. *Obrigação de meios e assunção de riscos pelo consumidor*, p. 11. Texto originalmente publicado na Revista de Direito do Consumidor, vol. 111, ano 2017, pp. 19-28. Disponível em: <https://revistaeletronica.oabrj.org.br/wp-content/uploads/2018/05/Obrigações-de-meios-e-consumidor.pdf>. Acesso em: 20.4.2021.

_____. *Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento*. In: In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Coord.). _____. pp. 13-29.

PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1958.

PALMITER, Alan. *Mutual Fund Boards: A Failed Experiment in Regulatory Outsourcing*. Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, Vol. 1, Nº. 165, 2006, pp. 161-205. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1084876>. Acesso em: 20.4.2021.

PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PARGENDLER, Mariana. *The Corporate Governance Obsession*. Journal of Corporation Law, Vol. 42, Nº 2, 2016, pp. 359-402. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2491088>. Acesso em: 13.7.2021.

PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 11, jan./mar./2001, pp. 80-101.

PINTO, Luís Felipe Carvalho. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

POSER, Norman; ROTH, Allan. *A Preliminary Survey on the Brazilian Stock Markets*. SEC, 1965. Disponível em: <https://www.sechistorical.org/collection/papers/1960/1965_1201_BrazilianPoser.pdf>.

Acesso em: 15.2.2021.

RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. "Conflitos de Interesses nos Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos". In: FREITAS, Bernardo Vianna; e VERSIANI, Fernanda Valle (Coord.). *Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 55-69.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers*, Release nº IA-2204, 2004. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/ia-2204.htm>. Acesso em: 4.4.2021.

_____. *Private Fund Adviser Overview*. Disponível em: <https://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/private-fund-adviser-resources.htm>. Acesso em: 15.4.2021.

_____. *SEC Interpretation: Matters Concerning Independent Directors of Investment Companies*, Release Nº. IC-24083, 1999. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/interp/ic-24083.htm>. Acesso em: 19.1.2021.

_____. *Private Fund Administrator Charged With Gatekeeper Failures*. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-120.html>. Acesso em: 20.4.2021.

_____. *Enhanced Disclosure and New Prospectus Delivery Option for Registered Open-End Management Investment Companies (Proposed Rule).* Release nº 33–894. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-58264fr.pdf>. Acesso em: 5.4.2021.

SOUZA, Raphael Pereira. A Governança nos Fundos de Investimento e o Novo Marco Regulatório: Uma Análise dos Custos de Agência. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* [Revista dos Tribunais Online], vol. 75, jan-mar 2017, pp. 261-286.

SPANGLER, Timothy. *The Law of Private Investment Funds*. 3a. ed. Oxford: Oxford University Press.

SPATT, Chester. *Conflicts of Interest in Asset Management*. 2005. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/spch051205css.htm>. Acesso em: 13.3.2021.

_____. *Conflicts of Interest in Asset Management and Advising*. Annual Review of Financial Economics, Vol. 12, 2020. Disponível em: <https://www.annualreviews.org/doi/abs/10.1146/annurev-financial-110118-123113?journalCode=financial>. Acesso em: 14.3.2021.

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. Constrição Judicial sobre Ativos de Fundos de Investimento em Participação. *In*: TEIXEIRA, Tarcisio (Org.). *Direito Empresarial: Estudos em Homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa*, 1ª ed. São Paulo: Instituto dos Advogados de São Paulo-IASP, 2015, pp. 561-596. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Francisco_Satiro>. Acesso em: 15.2.2020.

TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde de; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos do Direito Civil: Responsabilidade Civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

TERPINS, Nicole Mattar Haddad. *A Natureza Jurídica do Fundo de Investimento Imobiliário*. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

VAN LOO, Rory. *The New Gatekeepers: Private Firms as Public Enforcers*. Virginia Law Review, vol. 106, 2020, pp. 467-522. Disponível em: https://www.virginialawreview.org/articles/new-gatekeepers-private-firms-public-enforcers/. Acesso em: 4.4.2021.

VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário: Regime Jurídico*. Coimbra: Almedina, 1999.

VIEIRA, Juliana Botini Hargreaves; TINOCO, Camila. *A delimitação das atribuições dos administradores fiduciários e dos gestores de recursos à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento*. In: HANSZMANN; HERMETO (Orgs.). _____. pp. 169-210.

VIO, Daniel. “Fundos de Investimento: Comentário Geral”. In: CUNHA FILHO, Alexandre Jorge Carneiro; PICCELLI, Roberto Ricomini; MACIEL, Renata Mota (Coord.). *Lei da Liberdade Econômica Anotada* – Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2020, pp. 302-315.

WALD, Arnoldo. Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. *Revista Forense,* v. 309, 1990, pp. 9-14.

WANG, Wallace Wen Yeu. *Corporate Versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance*. Washington Law Review, No. 67, 1994, pp. 926-1048. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=906301>. Acesso em: 18.8.2020.

WARBURTON, Joseph. *Should Mutual Funds Be Corporations? A Legal & Econometric Analysis.* The Journal of Corporation Law, Vol. 33, Nº 3, 2008, p. 746-776.

WEGMAN, Hanneke. *Investor Protection: Towards Additional EU Regulation of Investment Funds?* Tese (Doutorado) – Universidade de Leiden, Leiden, 2016. Disponível em: <https://openaccess.leidenuniv.nl/handle/1887/38038>. Acesso em: 14.2.2021.

WHITE, Mary Jo. *The Fund Director in 2016: Keynote Address at the Mutual Fund Directors Forum 2016 Policy Conference*. 2016. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/chair-white-mutual-fund-directors-forum-3-29-16.html>. Acesso em: 4.4.2021.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.* 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

_____. A Lei nº 13.874/2019 e os Fundos de Investimento. In: SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coord.). *Lei de Liberdade Econômica e seus Impactos no Direito Brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020, pp. 551-570.

_____. *Prefácio.* In: PAVIA, Eduardo Cherez. _____, pp. 9-11.

_____. *Prefácio*. In: FREITAS; VERSIANI (Orgs.). _____, pp. 9-13.

ZETZSCHE, Dirk. *The Anatomy of European Investment Fund Law*, 2017. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2951681>. Acesso em: 1.4.2021.