

INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA INSPER
LEGAL LAW OF MASTER DEGREE

JOÃO EVANDRO BARRETO DA SILVA FILHO

GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

São Paulo

2019

JOÃO EVANDRO BARRETO DA SILVA FILHO

GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS FUNNDS DE INVESTIMENTO

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao programa de Legal Law of Masters Degree de Direito dos Mercados Financeiros e de Capitais como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduado em Direito dos Mercados Financeiros e de Capitais.

Orientador: Professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

São Paulo

2019

Silva Filho, João Evandro Barreto da.

Governança Corporativa nos Fundos de Investimento/ João Evandro Barreto da Silva Filho – São Paulo. 2019. 52 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (Legal Law of Masters em Direito dos Mercados Financeiros e de Capitais) – Instituto de Ensino e Pesquisa Insper, 2019

Orientador: Professora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Fundo de investimento. 2. Governança corporativa. 3. Administração Fiduciária. 4. Gestão.

RESUMO

Fundos de investimento são produtos de investimento ainda em ascensão no Brasil e a cada ano que passa novos investidores colocam suas economias neste tipo de aplicação financeira. Considerando o acesso deste produto à economia popular e que sua estrutura possui diversos prestadores de serviços, se mostra imprescindível a análise das estruturas dos fundos de investimento sob o prisma da governança corporativa, identificando os profissionais que podem ser contratados para auxiliar na administração dos fundos, estruturas impostas pela regulamentação para implementação e controle das atividades e também o nível de suas responsabilizações. Nesse contexto, o presente trabalho visa abordar as estruturas de governança corporativa atualmente existentes nos fundos de investimento, tanto com o enfoque do que é demandado pela regulamentação em vigor como o que é exigido pelos órgãos reguladores. Para possibilitar a análise pretendida, serão destrinchadas a atuação dos administradores e gestores dos fundos de investimento e dos outros profissionais que podem ser contratados para auxiliá-los. Serão analisados normativos editados pela Comissão de Valores Mobiliários, doutrinas e julgados de processos administrativos sancionadores que versem sobre o tema objeto de estudo e também conceitos básicos de governança corporativa que podem ser empregados na indústria dos fundos de investimento.

Palavras-chave: fundo de investimento, governança corporativa, administração fiduciária, gestão.

ABSTRACT

Investment funds are investment products still rising in Brazil and each year new investors apply its savings in this financial application. Considering the access of this product to the popular economy and its structure with many service providers, is indispensable analysis the structure of investment funds from the point of view of corporate governance, identifying the professionals that can be hired to assist in the administration of the funds, structures imposed by the regulation for implementation and control of the activities and also the level of its accountabilities. In this context, the present paper aims to approach the corporate governance structures currently existing in investment funds, both by the point of view of what is required by the regulation as well as by the regulatory bodies. To allow the analysis proposed, the activities of the administrators and managers of investment funds and other professionals hired to assist them will be studied. Normative edited by Securities Exchange Commission (CVM), doctrines, punitive administrative procedures and concepts of corporate governance that may be used in investment fund industry will be analyzed.

Keywords: investment fund, corporate governance, fiduciary management, management.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.	6
2. ADMINISTRAÇÃO FIDUCIÁRIA NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO: CONCEITO E IMPORTÂNCIA PARA A DINÂMICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.	11
2.1. ADMINISTRAÇÃO FIDUCIÁRIA.	12
2.2. GESTÃO DE CARTEIRA.	13
2.3. A INTERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES E GESTORES NO EXERCÍCIO DE SUAS ATIVIDADES.	16
3. ADMINISTRADORES E GESTORES E SUA RELAÇÃO DE FIDÚCIA COM COTISTAS.	18
3.1. CONTRATAÇÃO DE SERVIÇOS E DELEGAÇÃO DE COMPETÊNCIAS PELO ADMINISTRADOR.	21
4. INSTRUÇÃO CVM Nº 558/15: ESTRUTURA BÁSICA.	30
5. PROCESSOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVOS CVM.	34
5.1. PAS CVM nº RJ2015/12087	35
5.2. PAS CVM nº 15/08	39
6. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.	45
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.	49
REFERÊNCIAS	50
LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA	52

1. INTRODUÇÃO.

A relevância do papel dos administradores fiduciários e gestores de valores mobiliários dos fundos de investimento têm se acentuado consideravelmente nos últimos anos. Seja para proteger os investidores, garantir a fluidez da própria indústria de fundos de investimento ou ainda de forma mais abrangente para resguardar os mercados financeiro e de capitais, é possível observar que as regras aplicáveis aos administradores e gestores de fundo de investimento têm sofrido, nas duas últimas décadas, consideráveis alterações para atribuir a estes personagens uma carga de responsabilidade cada vez maior no âmbito de sua atuação.

Pela análise das últimas instruções normativas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) sobre a administração da carteira de valores mobiliários ¹ é possível verificar que as normas de conduta se exasperaram de forma acentuada e que a estrutura organizacional exigida destes *players* no decorrer dos anos ganhou uma conotação cada vez mais robusta. Não que antes destes normativos as normas regulamentares sobre o tema fossem brandas ou que as estruturas exigidas fossem superficiais, mas a figura de um gestor de fundos de investimento trabalhando da sala de sua casa, como outrora era possível, por exemplo, se mostra impraticável para a estrutura regulamentar atualmente exigida.

Entre outras atribuições, os administradores são os responsáveis por representar os fundos, organizar seu funcionamento e o seu cotidiano administrativo, prestar informações aos cotistas e por gerir as suas carteiras, captando recursos e selecionando ativos financeiros a serem investidos em observância ao respectivo tipo de fundo e à política de investimento estipulada em seu regulamento ².

Tanto os administradores fiduciários quanto os gestores de carteira devem conduzir seus trabalhos com diligência, respeitando sempre os objetivos dos fundos de investimentos para os quais prestam serviços e buscando a obtenção de lucros pelos investidores destes fundos. Destes profissionais é esperada a mesma diligência que se busca na atuação dos administradores de

¹ Instrução CVM nº 82, de 19 de setembro de 1988, Instrução CVM nº 306, de 05 de maio de 1999 e Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015.

² DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil: Uma abordagem da indústria dos fundos de investimento, voltada para a natureza da responsabilidade de seus administradores, sob a ótica dos novos princípios orientadores do direito privado e da regulamentação do setor**. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 108.

companhias, uma vez que eles atuam com o mesmo dever de fidúcia que deve pautar a condução dos trabalhos daqueles profissionais ³.

De forma resumida e até simplória, os administradores são os responsáveis pela vida dos fundos de investimento e principalmente pela geração de lucros aos cotistas, principalmente quando pensamos em sua atuação como gestor da carteira do fundo. O que se espera é que os administradores fiduciários e os gestores de carteira, além de atuar com o devido dever de lealdade, possuam estruturas organizacionais, tecnológicas, cibernéticas e de governança corporativa que visem sempre os interesses dos fundos e dos seus investidores.

Ao alocar seus recursos em um fundo de investimento, o cotista acredita que o administrador fiduciário está paramentado com uma estrutura robusta que permitirá a busca pela maximização dos lucros da carteira do fundo, seja atuando diretamente na gestão da carteira do fundo, tomando assim pessoalmente as decisões de investimento e desinvestimento, ou mesmo quando contrata um terceiro para realizar tal serviço.

Tendo por base o importante papel que os administradores e gestores desempenham nos fundos de investimento é completamente compreensível que ocorra endurecimentos normativos regulamentares a eles relacionados. Contudo, é necessário compreender o racional das alterações ocorridas nos últimos tempos, principalmente sob a ótica dos administradores e gestores que paulatinamente se viram obrigados a aperfeiçoar suas estruturas.

Entender de forma clara o que se espera destes prestadores de serviço, seus deveres, obrigações e nível de suas responsabilidades é indispensável para os investidores e também para quem está direta ou indiretamente envolvido em suas estruturas, seja na posição de administrador e de gestor, ou ainda como outros prestadores de serviços, tais como custodiantes, escrituradores, auditores independentes ou consultores especializados. É imprescindível que cada prestador de serviço contratado para atuar em um fundo de investimento saiba de forma clara seu papel, suas atribuições, o nível de diligência a ser empregada no exercício de sua função e a extensão de suas responsabilidades a que está sujeito.

A correta compreensão dos parâmetros de atuação e responsabilidades especificamente dos administradores fiduciários e dos gestores pelos investidores pode representar uma forma de proteção da poupança popular, uma vez que corretamente compreendido o escopo de atuação destes prestadores de serviço e suas responsabilidades, os investidores podem cobrar de forma mais eficaz pelo cumprimento das normas e pelos serviços prestados.

³ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. In: CARVALHOSA Modesto. (Coord.). **Coleção tratado de direito empresarial**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. v.6, p. 256 e 257.

Já para os administradores e gestores, tratar de suas responsabilidades, direitos e deveres impostos pela regulamentação pode servir como importante instrumento de trabalho, uma vez que pode os auxiliar na condução de suas atividades e na precificação de seus serviços. Ter uma noção mais fidedigna das estruturas (físicas, tecnológicas, computacional e de governança corporativa) a serem aplicadas e da extensão de suas responsabilidades permite que os serviços sejam precificados de uma forma mais coerente, levando em consideração todas as nuances obrigacionais e riscos envolvidos.

Desde a edição da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015 (“Instrução CVM nº 558/15”) há um crescente movimento de descontentamento pelos administradores fiduciários em relação aos preços pagos em contrapartida aos seus serviços, seja em razão dos custos envolvidos para a implantação da estrutura exigida pela regulamentação ou pelas duras penas a que estão sujeitos a sofrer em casos de reprimendas pelo órgão regulador do mercado de capitais nacional. Para muitos administradores fiduciários a conta não fecha e a atuação como principal prestador de serviços dos fundos de investimento acaba por não se mostrar assim mais tão atrativa.

O efeito desse pensamento é prejudicial não só para administradores, mas também e principalmente ao mercado de fundos de investimento como um todo, que acaba por ver diminuída a oferta destes prestadores de serviço e conseqüentemente de seu poder negocial no que se refere às taxas de administração a serem cobradas por instituições desta espécie atuantes no mercado. No final perde administrador, perde mercado de fundos de investimento e também os investidores. Estes últimos em razão do aumento dos custos administrativos dos fundos que representam diretamente a diminuição dos rendimentos a serem distribuídos.

E o que preocupa os administradores e gestores não são somente as penalidades de caráter pecuniário, que foram substancialmente endurecidas com a edição da Lei nº 13.506/17⁴. Sanções administrativas como suspensão, inabilitação ou proibição temporária para o exercício das atividades também preocupam, uma vez que podem representar aos apenados impactos direto nas suas imagens e conseqüente perda de credibilidade junto ao mercado.

Para se evitar eventuais infrações e as conseqüentes penalidades aplicáveis, se faz imprescindível que administradores fiduciários, gestores, investidores e o mercado de fundo de maneira geral discutam sobre o seus respectivos papéis, as estruturas físicas, tecnológicas, cibernéticas e de governança corporativa a serem adotadas para uma atuação mais eficaz, assim

⁴ Lei que “Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.”.

como o nível de suas responsabilizações em casos de infrações ou descumprimento de normas regulamentares.

A primeira parte do presente trabalho terá um foco conceitual mais acentuado, sendo que serão dispensadas nessa parte as definições de administrador fiduciário e de gestor de carteira, assim como serão analisadas suas respectivas funções e suas relações na dinâmica dos fundos de investimento. Na sequência o estudo voltará suas atenções especificamente às atividades do administrador fiduciário e do gestor, sendo que será abordada a relação de fidúcia que estes prestadores de serviços mantêm com os investidores dos fundos, quais consequências práticas dessa relação e também a prerrogativa que o administrador experimenta para delegar a terceiros parte de suas competências relacionadas à administração do fundo de investimento.

Neste ponto da pesquisa serão utilizadas doutrinas, artigos científicos e textos acadêmicos que cuidem, principalmente, da atuação dos administradores fiduciários e gestores de carteira ou ainda tenham por objeto fundos de investimento ou estruturas a eles de alguma forma relacionadas.

Na sequência a pesquisa evoluirá para análise de instrumentos regulamentares sobre o tema, sendo que, na busca pela definição dos parâmetros atuais exigidos aos administradores fiduciários e aos gestores de carteira, será analisada a Instruções CVM nº 558/15, tendo como foco principalmente de análise o nível de responsabilidade imputado a estes agentes e as estruturas organizacionais, físicas e de governança corporativa mínimas exigidas.

A intenção primordial neste trecho do trabalho é analisar como a regulação do mercado de capitais está cuidando da atuação dos administradores e gestores de carteira e o que de fato deve ser adotado por estes profissionais na condução de seus trabalhos, com vistas a respeitar as disposições regulamentares vigentes.

A seção seguinte do trabalho irá buscar em julgados da CVM a forma como o ente regulador máximo do mercado de capitais nacional enxerga as estruturas adotadas pelos administradores e gestores atuantes no mercado, sob o ponto de vista de adequação das estruturas dos profissionais com o exigido pela regulamentação e pelo mercado.

Para auxiliar na pesquisa ora pretendida, serão analisadas 02 (duas) decisões de julgamentos de processos administrativos sancionadores da CVM, julgados pelo órgão colegiado em dois períodos distintos e que tratem das competências e atuação dos responsáveis pela administração fiduciária e gestão da carteira dos fundos de investimentos.

O trabalho avançará para a sua reta final tratando das características da governança corporativa e de como seus princípios podem ser aplicados à dinâmica dos fundos de

investimento. Serão utilizados neste tópico doutrinas e artigos científicos que versem sobre governança corporativa aplicada aos fundos de investimento.

O trabalho se encerra com as considerações finais sobre as temáticas estudadas e os pontos levantados.

2. ADMINISTRAÇÃO FIDUCIÁRIA NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO: CONCEITO E IMPORTÂNCIA PARA A DINÂMICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.

A atividade de administração fiduciária na indústria de fundos de investimento está ligada diretamente às providências necessárias para a constituição, manutenção e funcionamento dos fundos de investimentos, enquanto produtos destinados à captação da poupança popular no âmbito do mercado de capitais. A administração fiduciária irá cuidar para que o fundo de investimento, na execução de suas atividades, respeite as disposições legislativas e regulamentares aplicáveis e que todas as estruturas do fundo estejam em conformidade com as normas aplicáveis e tenham por objetivo primordial a consecução da obtenção de lucros pelos cotistas.

A administração fiduciária na medida em que estrutura os fundos de investimento sob as diretrizes ditadas pela legislação e pela CVM, contribui para que a indústria nacional dos fundos de investimento seja mais coesa e possibilite que seus investidores participem de maneira mais igualitária, assim como que haja a majoração da possibilidade de obtenção de lucros. O objetivo da administração fiduciária dos fundos de investimento não deve ser a simples padronização de procedimentos e estruturas, mas sim a criação de uma cultura de participantes mais estruturados e capazes de atender as demandas de investimentos de forma que se possibilite a condução dos trabalhos com menores chances de prejuízos pelos envolvidos, ou pelo menos que estes estejam cercados de estruturas mais técnicas e profissionais.

Está sob a responsabilidade da administração fiduciária o cotidiano dos fundos do ponto de vista das diligências a serem adotadas para a sua continuidade propriamente dita, assim como referente à capacidade de geração de lucros para aqueles que investem suas finanças em tal produto. Um fundo de investimento que possui estruturas cadastrais, contábeis e financeiras organizadas, em conformidade com a regulamentação vigente, acaba por gerar aos seus cotistas menores chances de prejuízos, pois sinaliza que o fundo como um todo está sendo de fato acompanhado e como o próprio nome diz, administrado.

Nesse contexto, a administração fiduciária ao se ocupar com as questões burocráticas propriamente ditas, contribui diretamente para consecução do objetivo do fundo, qual seja a obtenção de resultados e maximização de lucros para os seus cotistas.

Passaremos na sequência a analisar de maneira separada as estrutura dos administradores fiduciários e gestores e também a forma como eles interagem entre si.

2.1. ADMINISTRAÇÃO FIDUCIÁRIA.

O administrador fiduciário de um fundo de investimento é a pessoa jurídica (instituição financeira ou não) que atende aos requisitos regulamentares dispostos na Instrução CVM nº 558/15 ⁵ e esteja devidamente autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, conforme exigido pela lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”) ⁶.

Como pode se extrair da própria terminologia empregada, o administrador fiduciário de um fundo é a instituição responsável pela sua administração de fato, estando entre as suas inúmeras atribuições a condução dos procedimentos administrativos e operacionais necessários para a conservação do fundo, assim como por manter uma relação direta com os cotistas e a representar legalmente o fundo perante terceiros ⁷.

Caso fosse necessário definir de forma simplificada a figura do administrador fiduciário de um fundo de investimento, poderia ser dito que o administrador fiduciário é aquele que figura como responsável pela criação do fundo e de seus documentos essenciais, pela condução de suas atividades no dia-a-dia, assim como pela troca de comunicações e informações entre o fundo e a CVM, agindo ainda como interlocutor dos investidores junto à autarquia reguladora do mercado de capitais nacional ⁸.

Conforme será demonstrado ao longo do presente trabalho, a resumida definição acima disposta do administrador fiduciário tem por finalidade de fato apenas introduzir a atuação deste profissional, estando assim muito a quem das reais atribuições a ele conferidas pela regulamentação em vigor. Ao deliberar pela constituição de um fundo de investimento, o administrador automaticamente se torna responsável pela manutenção, funcionamento e gestão de sua carteira de valores mobiliários, devendo empregar seus melhores esforços na aplicação dos recursos financeiros dos cotistas do fundo no mercado de valores mobiliários ⁹, seja por

⁵ O § 2º do artigo 1º da Instrução CVM 558/15 descreve quais são os requisitos de aptidão para o registrado pela CVM de um administrador de carteiras de valores mobiliários na categoria administrador fiduciário.

⁶ A Lei 6.385/76 em seu artigo 23 dispõe sobre a obrigatoriedade de registro na CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, assim como delegou à CVM a criação de regras sobre a atuação destes profissionais.

⁷ FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 21 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2017. p. 768.

⁸ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 117.

⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 318. Disponível em:

conta própria, caso possua autorização da CVM para tanto, ou por meio da contratação de terceiros devidamente habilitados.

Será abordada mais à frente a estrutura mínima que um administrador fiduciário deve adotar na condução de suas atividades, tanto sob o ponto de vista física como de governança corporativa, mas já se pode adiantar que ele tem a obrigação de possuir uma estrutura técnica que lhe permita administrar e gerir o patrimônio dos cotistas investidos no fundo¹⁰. Do mesmo modo, ele deve zelar de forma eficiente por toda documentação das operações do fundo de investimento, mantendo-a atualizada e disponível para acesso da CVM, inclusive aqueles referentes a cadastro dos cotistas e as evidências das suas deliberações concernentes a matérias de sua competência, pareceres do auditor independente e toda documentação relacionada à contabilidade do fundo administrado¹¹.

Em contraprestação aos serviços prestados pelo administrador fiduciário ele faz jus a uma remuneração denominada taxa de administração que deverá estar expressa no regulamento do fundo.

Com o fim de se utilizar no presente estudo uma terminologia mais concisa para o prestador de serviços administrador fiduciário dos fundos de investimento, a partir do presente momento, nos referiremos a ele apenas pela expressão administrador.

2.2. GESTÃO DE CARTEIRA.

Assim como os administradores de fundos de investimento, o exercício da função de gestor da carteira de um fundo depende de prévio credenciamento perante a CVM como administrador de carteiras de valores mobiliários. Conforme dispõe o §3º do artigo 78, da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (“CVM nº 555/14”), a gestão de carteira de um fundo de investimento pode ser desempenhada por pessoas físicas e jurídicas e compreende a execução dos serviços de gestão profissional dos ativos financeiros dela integrantes.

https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em 12 mai. 2019.

¹⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 105.

¹¹ ROCHA, Tatiana Nogueira da. **Fundos de Investimentos e o Papel do Administrador: a indústria dos Fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e a obrigação dos seus administradores**. São Paulo: Textonovo, 2003. p. 105.

Assim como ocorre de forma geral para os administradores de fundos de investimento, em se tratando de gestor pessoa jurídica, além de se enquadrar nos requisitos dispostos no artigo 4º da Instrução CVM nº 558/15, para obtenção de seu registro perante a CVM, o gestor ainda precisará atribuir a um diretor estatutário a responsabilidade pela administração da carteira de valores mobiliários, devendo tal diretor possuir a devida autorização para o exercício da atividade de administração de recursos de terceiros junto à CVM.

Cabe destacar que a gestão da carteira de um fundo de investimento poderá ser prestada pelo seu próprio administrador, desde que ele também tenha realizado junto à CVM seu cadastramento na categoria gestor de recursos, devendo ainda, no entanto, ser observado que a área responsável pelo exercício da atividade de gestão deverá estar devidamente segregada das demais atividades exercidas pelo administrador. Tal necessidade de segregação deverá também ser cumprida quando o gestor for pessoa jurídica terceira contratada.

A obrigatoriedade de segregação das atividades relacionadas à administração da carteira de valores mobiliários das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica tem por objetivo eliminar ou reduzir a possibilidade de conflitos de interesse, empregando a segregação física da área responsável pela gestão de carteira, para assegurar assim a sua independência, e o correto tratamento e controle de acesso de informações. Tal segregação hoje se encontra postulada no art. 24 da Instrução CVM nº 558/15¹², mas a origem remonta das alterações regulamentares ocorridas após o ano de 2002, que marca o processo de transferência do controle da indústria de fundos para a CVM¹³.

No mesmo sentido, a Instrução CVM nº 558/15 por meio de seu artigo 27 determina que as atividades de custódia e controladoria de ativos e passivos do fundo também sejam completamente segregadas das atividades relacionadas à gestão de recursos.

O gestor tem competência para realizar a escolha, contratação e negociação dos títulos e valores mobiliários a serem adquiridos pelo fundo a fim de que sejam incorporados no seu portfólio¹⁴, devendo na consecução de suas atividades sempre observar o respectivo tipo de fundo para o qual presta serviços e a política de investimento estipulada em seu regulamento¹⁵. Ele acompanha a dinâmica do mercado a fim de verificar em qual momento adquirirá

¹² “Art. 24. O exercício da administração de carteiras de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, por meio da adoção de procedimentos operacionais, com o objetivo de: (...)”.

¹³ FIGUEIREDO, Luiz Fernando TIGRE, Lourenço Bastos. Gyorgy varga; Ricardo Leal (org.). **Gestores Independentes no Brasil: uma história de Sucesso – Gestão de investimentos e Fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006. p. 13.

¹⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. (ob. cit. p. 107).

¹⁵ DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil: Uma abordagem da indústria dos fundos de investimento, voltada para a natureza da**

determinado ativo para o fundo, assim como os eventuais riscos envolvidos em tal aquisição. A mesma sistemática é empregada para as decisões de desinvestimento¹⁶. O gestor ainda será responsável por representar o fundo nas atividades de investimento e desinvestimento acima mencionadas e por praticar seu direito de voto relativo aos ativos financeiros existentes na carteira do fundo.

Dessa maneira, ao gestor da carteira de um fundo de investimento é incumbida a competência de colocar em prática a aplicação dos recursos financeiros do fundo colocados à disposição pelos cotistas em ativos financeiros diversos disponíveis no mercado e que se enquadrem nos limites e condições determinadas no respectivo regulamento do fundo.

Importante salientar que o gestor, caso seja terceiro contratado, possui mesma carga de responsabilidade que o administrador, devendo assim zelar para que sempre sejam colocados em primeiro lugar os interesses do fundo e aproveitadas, em benefício único do fundo e dos cotistas, as vantagens econômicas propriamente ditas e de negócios a que tiver acesso no desempenho de sua função. O gestor enquanto prestador de serviços do fundo e por consequência de seus cotistas deverá observar diversas regras de conduta que lhe são exigidas e que garantem a isonomia necessária para a sua atividade de gestão de recursos de terceiros.

Por mais que muitas pessoas vejam o gestor apenas como mais um prestador de serviços do fundo, seu papel não deve ser tido como diminuto. Na prática o gestor se mostra uma posição de destaque e fundamental para a gestão de negócios do fundo, seja pela capacidade de geração de lucros para os cotistas por meio de uma gestão rentável da carteira ou ainda pela sua aptidão de atrair novos investidores interessados em adquirir as cotas do fundo. Possuir um gestor respeitado pelo mercado pode fazer toda a diferença para a vida de um fundo de investimento, pois ao se atrelar a imagem do fundo a um gestor que pelo menos em teoria possui experiência e capacidade técnica de operar a carteira desse fundo de modo rentável, a consequência direta pode ser uma maior adesão pelos investidores do mercado às cotas do fundo¹⁷.

Há ainda que se destacar que em muitos casos, principalmente na estruturação de fundos tidos como estruturados¹⁸, parte do gestor a iniciativa de constituir o fundo de investimento, não sob o ponto de vista legal, uma vez que já está demonstrado que tal atribuição pertence ao administrador, mas sob o aspecto de seu planejamento.

responsabilidade de seus administradores, sob a ótica dos novos princípios orientadores do direito privado e da regulamentação do setor. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 108.

¹⁶ ROCHA, Tatiana Nogueira da. (ob. cit. p. 101).

¹⁷ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. (ob. cit. p. 108).

¹⁸ Os chamados fundos de investimento estruturados são aqueles que além de observarem as disposições da Instrução CVM nº 555/14, também são regulados por normas específicas. CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/sobre.html>. Acesso em: 16 jun. 2019.

Na dinâmica prática do mercado é comum que gestores busquem administradores com a intenção de estruturar um determinado fundo, com o fim específico de adquirir determinados ativos financeiros. Nessas estruturas, os administradores contratados embarcam nas estruturas apresentadas pelos gestores e realizam os procedimentos formais e legais para a constituição do fundo de investimento¹⁹, contratando o gestor idealizador do projeto para prestar os serviços de gestão da carteira do fundo em questão. Em tais situações pode-se considerar a ocorrência de uma espécie de inversão da ordem procedimental das contratações, sem, entretanto, haver qualquer tipo de infração às disposições regulamentares aplicáveis. Uma vez mesmo ocorrendo o mencionado movimento por parte do gestor, sob o ponto de vista legal e para efeitos de controle da CVM as contratações dos prestadores de serviços continuam ocorrendo por meio do administrador, na qualidade de representante legal do fundo.

Adotando a mesma sistemática utilizada para a denominação dos administradores, utilizar-se-á a partir do presente item apenas o termo gestor para se referir aos responsáveis pelo exercício profissional da gestão da carteira dos fundos de investimento.

2.3. A INTERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES E GESTORES NO EXERCÍCIO DE SUAS ATIVIDADES.

Conforme já mencionado, o administrador é o responsável por representar o fundo perante terceiros e a CVM e tem como uma de suas prerrogativas a contratação do gestor para gerir a carteira do fundo, devendo para tanto acompanhar de perto tal prestação de serviços.

O administrador ao contratar o gestor para gerir a carteira do fundo não deixa de ser responsável por eventuais prejuízos que os cotistas e o fundo vierem a sofrer em razão de uma gestão que contrariar as disposições da regulamentação vigente, do regulamento do fundo ou ainda das leis. Nos termos do §2º do artigo 79 da Instrução CVM nº 555/14, o contrato a ser celebrado entre o administrador e o gestor deve possuir cláusula específica sobre a responsabilidade solidária existente entre eles em casos de prejuízos causados aos cotistas nos termos acima destacados²⁰.

Tendo em vista que a contratação de terceiros para a consecução das atividades de gestão da carteira do fundo representa uma faculdade outorgada ao administrador, a remuneração a ser

¹⁹ (ob. cit. p. 108)

²⁰ ROCHA, Tatiana Nogueira da. (ob. cit. p. 103).

paga ao gestor pelos serviços prestados ao fundo deverá ser descontada da taxa de administração devida ao fundo, não podendo assim ser considerada como um encargo a ser suportado pelo próprio fundo.

Quando o gestor estiver no desempenho de suas atividades ele poderá assinar documentos em nome do fundo, devendo, no entanto, encaminhar ao administrador no prazo determinado pela regulamentação em vigor e conforme acordado com o administrador cópia dos documentos que assinar em nome do fundo. Tal obrigação reforça a relação de subordinação entre gestor e administrador existente na estrutura dos fundos de investimentos.

O administrador tem o dever de se certificar de que o gestor possui uma equipe e estrutura organizacional que permitam que os serviços sejam prestados de acordo com as exigências regulamentares existentes, assim como irá fiscalizar diligentemente a adoção e manutenção de gestão e política de riscos que deve ser implantada pelo gestor, certificando-se inclusive de que tal política é de fato adotada pelo gestor quando da tomada de suas decisões de investimento ²¹.

²¹ Cf. § 4º do Artigo 24 e Incisos I a IV do Artigo 29, todos da Instrução CVM nº 558/15.

3. ADMINISTRADORES E GESTORES E SUA RELAÇÃO DE FIDÚCIA COM COTISTAS.

Os administradores e gestores na condução de suas atividades devem sempre colocar em primeiro lugar o interesse do fundo e dos cotistas. Tais prestadores de serviços possuem o dever de zelar para que a condução de suas atividades seja sempre pautada na retidão e transparência esperadas pelos investidores que aplicam seus recursos nos fundos de investimento por eles administrados e geridos. A regra geral determina que toda e qualquer vantagem adquirida em razão da posição assumida pelo administrador ou pelo gestor deve ser imediatamente repassada ao fundo de investimento ²². Desse modo, fica evidente que tais prestadores de serviços, no exercício de seus deveres, devem afastar interesses próprios ou de terceiros que não os cotistas do fundo, assim como aqueles que não estejam de acordo com as determinações regulamentares aplicáveis ou com o regulamento do fundo de investimento para o qual prestam serviços.

A imposição de tais normas de conduta para estes profissionais tem relação direta com a forma que o administrador e o gestor se relacionam com os cotistas do fundo. A relação existente entre eles não é apenas contratual, mas sim de confiança e pautada primordialmente na credibilidade que os investidores possuem em tais agentes. Os cotistas ao aplicarem em um fundo de investimento estão em busca de ganhos financeiros, representados pela valorização das quotas dos fundos que adquiriram. Para tanto, esses investidores esperam que o cotista e o gestor apliquem os recursos do fundo em ativos que respeitem as determinações estipuladas no regulamento do fundo e que estejam de acordo com a sua política de investimento previamente estabelecida.

Neste cerne, os cotistas, ao adquirirem cotas de fundos de investimento, entregam sua poupança ao administrador e ao gestor acreditando que eles envidarão seus melhores esforços para que tais recursos gerem lucros e retornem aos investidores sob a forma de ganho financeiro propriamente dito. Mais que uma relação contratual, nitidamente existe entre os cotistas e os administradores e gestores uma relação de fidúcia ²³, pautada na confiança.

O dicionário da língua portuguesa na definição da palavra confiança apresenta o conceito de “crença de que algo é de qualidade superior e não falhará” ²⁴. Tal conceito exprime

²² Cf. Artigo 16, inciso VI, da Instrução CVM nº 558/15.

²³ ROCHA, Tatiana Nogueira da. (ob. cit. p. 109).

²⁴ Dicionário Michaelis. Disponível em: <https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/confian%C3%A7a/>. Acesso em: 17 de abr. 2019.

exatamente o que os cotistas buscam do administrador. Alguém que não falhe. Não apenas na obtenção de lucros, mas principalmente na perseguição dos interesses do fundo e dos seus cotistas.

Isto é, uma relação fiduciária, como a existente entre administradores e gestores e os cotistas de fundos de investimento, é pautada na confiança existente entre as partes. O que eles esperam uns dos outros é retidão, comprometimento e boa-fé. Claro que nesta análise não se deixa de ser levado em consideração o interesse financeiro dos cotistas, todavia, as normas aplicadas aos administradores e gestores determinam que os cotistas sejam cientificados dos riscos a que estão sujeitos quando da realização do investimento, sendo que, uma vez estando devidamente informados de tais riscos e prejuízos, o que lhes resta é a crença de que seus recursos serão aplicados da melhor forma e apenas com o objetivo de lhes gerar lucros.

A relação fiduciária entre os administradores e gestores e os cotistas dos fundos de investimento é tão real que a própria regulamentação entendeu por bem postulá-la, sendo que desde a edição da Instrução da CVM nº 306, de 05 de maio de 1999 (“Instrução CVM nº 306/99”), as normas específicas elaboradas pela CVM sobre administração de carteira de valores mobiliários passaram a denominar o administrador como administrador fiduciário. Assim, restou impresso nas próprias normas regulamentares a carga de confiança que é depositada pelos investidores neste profissional.

Cabe neste ponto observar que a instrução da CVM nº 82, de 19 de setembro de 1988 (“Instrução CVM nº 82/88”), que primeiro tratou sobre administração de carteira de valores mobiliários, não denominava o administrador como administrador fiduciário, porém tal normativo dispunha de forma expressa sobre a existência da relação de fidúcia entre a pessoa física ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários e os seus clientes²⁵.

A Instrução CVM nº 558/15 demonstra que a regulação sobre o tema manteve a preocupação para com a questão da relação de fidúcia entre os administradores e seus clientes, de modo que também neste normativo é possível observar disposições no mesmo sentido das acima mencionadas, e ainda outras inclusive referentes aos deveres de lealdade, transparência e diligência que deverá existir na atuação de tais prestadores de serviços²⁶.

Insta salientar que o dever de fidúcia não deverá ficar adstrito somente às figuras do administrador e do gestor, mas sim se estender a todos envolvidos na administração da carteira do fundo de investimento de modo geral. A administração da carteira de um fundo não pode

²⁵ Artigo 10, inciso IV, da Instrução CVM nº 82/88.

²⁶ Cf. Artigo 16, incisos I e II alínea “b”, da Instrução CVM nº 558/15.

ser tomada como um serviço a ser realizado de maneira isolada, mas sim por uma equipe formada por diversos agentes, tanto do administrador quanto do gestor, que direta ou indiretamente se empenham na condução de sua gestão ²⁷.

Assim sendo, certo é que a relação de fidúcia entre administradores e gestores e seus clientes deve fazer parte da cultura de todos os envolvidos na prestação de serviços de administração e gestão de fundos de investimento, devendo sempre ser aplicada como norte na condução dos trabalhos. Os administradores e gestores têm o dever de disseminar esse princípio norteador de sua conduta para todos aqueles que se envolverem direta ou indiretamente na prestação de serviços ao fundo, a fim de que ele seja preservado.

O fato da Instrução CVM nº 558/15 mencionar de forma expressa a existência de relação de fidúcia entre os administradores e gestores e seus clientes ²⁸, sem fazer referência a outros prestadores de serviços não deve ser interpretado de maneira restritiva, a fim de invalidar a necessidade de que tal relação de fidúcia seja observada por toda a cadeia de prestação de serviços dos fundos de investimento. Pelo contrário, a relação de confiança originária deverá pautar as demais relações construídas para a consecução dos negócios do fundo, devendo-se sempre ter em mente que os cotistas acreditam que mesmo não existindo qualquer promessa de realização de lucros, os melhores esforços estão sendo empregados nesse sentido.

Com base no acima exposto, fica evidente que entre as diversas obrigações que os administradores e gestores possuem para com seus clientes, estão também as obrigações fiduciárias vinculadas à confiança que tais investidores depositam nesses agentes ²⁹. A relação de confiança estabelecida, inclusive na regulamentação em vigor, deve ser resguardada, a fim de se evitar a perda da credibilidade não apenas dos administradores e dos gestores, mas também da indústria de fundos de investimento como um todo, considerando o importante papel que estes agentes desempenham na dinâmica dos fundos.

Nesse contexto, é possível depreender que casos concretos de má administração ou gestão e a conseqüente ruptura da relação de fidúcia entre administradores e gestores e os cotistas têm o poder de gerar prejuízos não só aos cotistas, que colocam seus recursos sob a guarda de tais prestadores de serviço, mas também e principalmente para a sistemática dos fundos de investimento como um todo. Ao infringirem as normas de condutas hoje exigidas aos administradores e gestores, seja de forma comissiva ou omissiva, estes personagens estão

²⁷ FORTUNA, Eduardo. (ob. cit. p. 768).

²⁸ Art. 16, inciso II, alínea “b”, da Instrução CVM nº 558/15.

²⁹ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 117.

violando a carga de confiança que receberam dos investidores que aplicaram seus recursos nos fundos por eles administrados.

3.1. CONTRATAÇÃO DE SERVIÇOS E DELEGAÇÃO DE COMPETÊNCIAS PELO ADMINISTRADOR.

Conforme já abordado no tópico destinado às atribuições do gestor, a regulamentação em vigor permite que o administrador contrate, em nome do fundo de investimento, prestadores de serviços especializados para execução de atividades relacionadas à administração do fundo de investimento. Tais prestadores de serviços, dentro de suas respectivas atribuições e competências, deverão estar devidamente habilitados e autorizados a realizar os serviços pelos quais são contratados ³⁰.

Há, todavia, que se levar em consideração que a autorização acima apontada não permite o administrador agir com discricionariedade, sendo que para a efetivação das contratações deverão ser observados os limites, vedação e procedimentos impostos pela Instrução CVM nº 555/14 de forma geral e pelas normas específicas aplicáveis aos mais diferentes tipos de fundo de investimento existentes em nosso ordenamento jurídico. Do mesmo modo, o administrador não terá o livre arbítrio de contratar prestadores de serviços para todas e quaisquer das funções relativas à administração do fundo. A redação do caput do parágrafo 2º do artigo 78 da Instrução CVM nº 555/14 é explícita no sentido de que apenas os serviços lá listados são passíveis de serem delegados a terceiros contratados pelo administrador. Passaremos a discorrer sobre a contratação de terceiros pelo administrador, sendo que serão abordadas as peculiaridades para cada tipo de serviço contratado, limites impostos pela regulamentação aplicável e os procedimentos para tal vinculação.

O rol de atividades passíveis de terceirização na estrutura dos fundos de investimento é taxativo e não exemplificativo, de modo que o administrador não poderá se valer da autorização prevista no mencionado artigo 78 para realizar a contratação de um prestador de serviços que não esteja lá expressamente indicado ³¹. O administrador poderá contratar em nome do fundo apenas os serviços gestão, consultoria de investimento, tesouraria, distribuição de cotas, escrituração de cotas, custódia, classificação de risco e formador de mercado.

³⁰ Artigo 78, §2º, da Instrução CVM nº 555/14.

³¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. (ob. cit. p. 106).

Importante ressaltar que as considerações ora realizadas sobre a contratação de terceiros para a execução de serviços relacionados com a administração dos fundos de investimento terão por base principalmente as disposições da Instrução CVM nº 555/14, que se aplica a todo e qualquer fundo de investimento registrado perante a CVM³², e as orientações dispostas na Instrução CVM nº 558/15. Dessa maneira, não serão abordadas de forma aprofundada disposições veiculadas nas regulamentações específicas dos mais variados tipos de fundo de investimento hoje existentes.

Analisar-se-ão as hipóteses em que a contratação de terceiros é apresentada pela regulamentação como uma faculdade ao administrador e também as outras situações postas como obrigatórias. Serão verificados também os procedimentos a serem adotadas para admissão destes parceiros, as responsabilidades envolvidas, tanto para o administrador quanto para os contratados, e a forma de remuneração destes prestadores adicionais de serviços.

A contratação de terceiro habilitado para a prestação dos serviços relacionados à gestão da carteira do fundo não será objeto de estudo no presente item, uma vez que a questões relativas a tal contratação já foram objeto de análise em tópico específico. Isto posto, em primeiro lugar serão abordadas as atividades que demandam habilitação e credenciamento específicos, de modo que se o administrador não possuir as permissões regulamentares necessárias para a realização das atividades em questão ele obrigatoriamente deverá se valer da contratação de terceiros devidamente habilitados. Na sequência serão tratadas as nuances das atividades que podem ser prestadas tanto por terceiros especializados, quanto pelo próprio administrador, sem haver para tanto a exigência de o administrador possuir habilitação específica para a prestação do serviço em questão.

Caso o administrador não possua autorização específica para realizar serviços de custódia do fundo, por exemplo, ele deverá contratar terceiro devidamente habilitado para a prestação de tais serviços, nos termos da Instrução da CVM nº 542, de 20 de dezembro de 2013 (“Instrução CVM nº 542/13”)³³. Os serviços de custódia prestados no âmbito dos fundos de investimento são representados pela guarda³⁴ e o registro dos valores mobiliários presentes em sua carteira em contas de depósitos específicas abertas e mantidas em nome do fundo nas instituições prestadoras dos serviços de custódia³⁵, assim como pela realização da liquidação

³² Artigo 1º da Instrução CVM nº 555/14.

³³ Cf. Artigo 1º da Instrução CVM nº 542/13, os serviços de custódia de valores mobiliários poderão ser executados por instituições financeiras, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários e também as câmaras de compensação e liquidação de valores mobiliários.

³⁴ Artigo 24, parágrafo único, da Lei 6.385/76.

³⁵ ROCHA, Tatiana Nogueira da. (ob. cit. p. 109).

financeira por essas instituições referente às transações relacionadas aos valores mobiliários do fundo por elas custodiados ³⁶.

A qualificação do custodiante obrigatoriamente deverá constar no regulamento do fundo, assim como as informações sobre sua remuneração, que deverá ser representada por um percentual anual do patrimônio líquido do fundo ³⁷.

Na execução de suas funções o custodiante tem o dever de somente acatar comandos expedidos pelo administrador e pelo gestor ou então de seus representantes legais, restando ainda expressamente vedada a aceitação pelo custodiante de qualquer ordem que não tenha relação com as atividades do fundo, inclusive emanadas pelos referidos profissionais. Tais condições devem estar previstas, por meio de cláusulas específicas nesse sentido, no contrato de custódia a ser celebrado entre o fundo, representado por seu administrador, e o custodiante, sendo que tal contrato deverá ainda observar outras imposições regulamentares específicas sobre a atividade de custódia de valores mobiliários.

A obrigatoriedade da inserção das disposições acima destacadas no contrato de custódia está prevista no artigo 81 da Instrução CVM nº555/14 e para algumas pessoas ela representa uma espécie de controle adicional da regularidade das atividades do fundo, uma vez que o custodiante fica regularmente proibido de cumprir qualquer ordem que lhe pareça estranha e em desacordo com as atividades regulares desempenhadas pelo fundo. Considerando que o custodiante além de fazer a guarda dos valores mobiliários do fundo, também figura como responsável pela liquidação das operações financeiras dos ativos do fundo por ele custodiados, impor tal vedação ao custodiante garante aos investidores que o fundo terá em sua estrutura um elemento de proteção complementar.

É nesse sentido que há autores que defendem inclusive que a vedação de acatar ordens do administrador ou do gestor não vinculadas às atividades do fundo representa uma atribuição ao custodiante de um papel de fiscalizador parcial do administrador ³⁸, responsável assim também por controlar de forma indireta os serviços de administração do fundo ³⁹. Fiscalização das atividades de administração do fundo ou não, fato é que a referida limitação da atuação do custodiante representa uma barreira para o administrador se valer de sua posição para agir em desconformidade.

³⁶ FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 100.

³⁷ Artigo 44, Incisos III e IX, da Instrução CVM nº 555/14.

³⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. (ob. cit. p. 110).

³⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. (ob. cit. p. 100).

O custodiante deverá prestar contas e informações ao administrador relativo aos serviços prestados e os ativos e recursos custodiados, assim como o administrador tem o dever regulamentar de além de fiscalizar de forma periódica os serviços prestados, também verificar se o custodiante possui capacidade técnica suficiente para garantir um tratamento eficiente e seguro para os ativos por ele custodiados ⁴⁰.

Vale reforçar que a relação de subordinação existente entre o administrador, enquanto representante legal do fundo, e o custodiante na qualidade de prestador de serviços não deve servir de justificativa a fim de possibilitar que o administrador dela se valha para obter ganhos irregulares à custa e prejuízo do fundo e de seus investidores. O custodiante no desempenho de suas atividades deverá atuar de maneira diligente e com boa fé, garantindo que as normas de conduta inerentes a sua função e exigidas pela norma específica a ele aplicável estão sendo devidamente observadas ⁴¹.

Passemos agora a tratar sobre a distribuição de cotas dos fundos de investimento. Com o advento da Instrução CVM nº 558/15 os administradores e gestores de fundos de investimentos passaram a estar automaticamente aptos para a distribuição de cotas dos fundos por eles administrados ou geridos ⁴². Antes da entrada em vigor da referida norma, para que o administrador pudesse atuar como distribuidor das cotas do próprio fundo administrado ele deveria estar devidamente habilitado para tanto perante a CVM, figurando assim como um participante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Caso o administrador não possuísse tal credenciamento ele obrigatoriamente se via compelido a buscar tal prestação de serviços na contratação de um terceiro habilitado a atuar como integrante do sistema de distribuição, tal como determina o artigo 79 da Instrução CVM nº 555/14.

A atividade de distribuição de cotas refere-se à colocação das cotas do fundo de investimento para aquisição dos investidores ⁴³. Os agentes de distribuição figuram assim como principais responsáveis pela captação de investidores para os fundos, uma vez que seu trabalho refere-se basicamente ao oferecimento das cotas do fundo para subscrição pelos investidores, após a devida análise do perfil de risco do investidor. Diante de tal fato, pode-se concluir que uma maior adesão pelo mercado às cotas do fundo muitas das vezes está diretamente relacionada com a forma de atuação de seu distribuidor, daí a relevância da sua atuação.

⁴⁰ Cf. Artigo 29, incisos v, da Instrução CVM nº 558/15.

⁴¹ Cf. Artigo 11, da Instrução CVM nº 542/13.

⁴² Cf. Artigo 30, da Instrução CVM nº 558/15.

⁴³ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. (ob. cit. p. 108).

Interessante observar inclusive os efeitos na dinâmica dos fundos de investimento da permissão trazida pela Instrução CVM nº 558/15 para que administradores e gestores distribuam cotas de fundos próprios. Possibilitar que o administrador e o gestor realizem tal prestação de serviços por conta própria pode representar uma diminuição na taxa de administração a ser cobrada do fundo e por consequência resultar em maior obtenção de lucro por parte dos investidores, considerando que os custos com taxa de administração são abatidos dos rendimentos do fundo antes de serem repassados aos cotistas.

O possível impacto na taxa de administração está diretamente relacionado com a não necessidade de o administrador dispender recursos com a contratação de um terceiro para realizar a distribuição das cotas do fundo, quando ele não for membro do sistema de distribuição de valores mobiliários. Considerando que os custos para a distribuição das cotas não configuram como encargos do fundo, eles devem ser suportados pelo administrador e acabam por serem sendo incorporados à taxa de administração, encarecendo-a. A redução dos custos com a estrutura de distribuição foi inclusive um dos propósitos que motivaram a CVM a conceder tal permissão ⁴⁴.

Caso o administrador também atue na prestação dos serviços de distribuição de valores mobiliários de forma habitual e para outros emissores, ele deverá garantir que seja mantida a completa segregação física de instalações da sua área de distribuição com área responsável pela administração de carteira de valores mobiliários. Importante observar que a segregação física acima destacada não será exigida entre a área de administração de carteira de valores mobiliários e a área responsável pela distribuição de cotas dos fundos para os quais o administrador ou gestor também atuem nessa função.

Decidindo o administrador ou o gestor distribuir as cotas do fundo para o qual prestam serviços, a Instrução CVM nº 558/15 determina a adoção de algumas medidas, tais como indicação de um diretor responsável para o cumprimento das normas aplicáveis e pelos serviços de distribuição de maneira geral, que poderá ser o mesmo diretor indicado para assumir as responsabilidades referentes a administração da carteira de valores mobiliários.

O diretor de distribuição terá por incumbência o dever de zelar para que sejam observadas pela instituição administradora ou gestora na consecução de suas atividades como distribuidor das cotas dos próprios fundos, os procedimentos e normas específicas editadas pela

⁴⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise. Audiência Pública SDM nº 14/2011 – Processo CVM RJ-2007-11580.** Rio de Janeiro, 2015, p. 138-139. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html. Acesso em 18 mai. 2019.

CVM aplicáveis a todos os prestadores de serviços de distribuição de valores mobiliários ⁴⁵, assim como as normas que tratam da prevenção e combate a lavagem de dinheiro ⁴⁶. Do mesmo modo, deverão ser observados os procedimentos regulamentares referentes a troca de informações entre distribuidor e administrador.

Cabe ainda mencionar que o administrador e o gestor têm o dever de avisar à CVM e ao mercado sobre a sua intenção de realizar a distribuição das cotas dos próprios fundos e deverá o fazer por meio do preenchimento e atualização dos campos específicos do formulário de referência.

Seguindo adiante, serão agora analisadas as questões relativas aos serviços de escrituração da emissão e resgate de cotas dos fundos de investimento. Os serviços de escrituração nos fundos de investimento estão ligados com o registro da titularidade das cotas pelos investidores, devendo o escriturador providenciar a abertura e manutenção de contas de depósito em nome dos cotistas do fundo. Em tais contas que serão registradas e operacionalizadas as emissões, resgates e transferências das cotas pertencentes aos seus respectivos titulares, sendo que serão nela ainda registrados todos os gravames, usufrutos e bloqueios judiciais sob as cotas do fundo.

Por meio das contas abertas e mantidas junto ao escriturador este prestador de serviços desempenha uma função de controle das operações de subscrição e integralização das cotas do fundo pelos respectivos cotistas, devendo ainda contar com uma estrutura que lhe permita possuir de forma permanente os registros de todas as movimentações referentes às transferências de titularidade ocorridas nas contas de depósito abertas em nome dos cotistas. Tal controle deve possibilitar a geração de relatórios sobre tais eventos a serem disponibilizados aos próprios cotistas e ao administrador do fundo na periodicidade estabelecida em contrato ⁴⁷.

O contrato celebrado entre o fundo e o escriturador deverá conter cláusula específica que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e a instituição contratada para realizar os serviços de escrituração, conforme determina o § 2º do artigo 79 da Instrução CVM 555/14. Cumpre observar que a contratação de escriturador para fundos de

⁴⁵ O administrador e o gestor quando realizarem a distribuição das cotas dos fundos que administram ou gerem deverão observar as normas específicas da CVM aplicáveis a tais prestadores de serviços, tais como a Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011, que “estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.” e a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, que “dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente”.

⁴⁶ Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999.

⁴⁷ Cf. artigo 25 da Instrução da CVM nº 543 (“Instrução da CVM nº 543/13”), de 20 de dezembro de 2013, que trata sobre prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários.

investimento só é obrigatório quando o administrador não for habilitado para tanto perante a CVM.

Desde a entrada em vigor da instrução CVM nº 582, de 22 de novembro de 2016⁴⁸, os fundos administrados por instituições financeiras deixaram de ser obrigados a contratar terceiros para a prestação dos serviços de escrituração quando tais serviços são executados pelo próprio administrador, que em tal hipótese, por meio da referida norma, passou a ser considerado autorizado a realizar tais serviços⁴⁹. Cabe neste ponto observar que apenas instituições financeiras estão autorizadas a prestar serviços de escrituração de valores mobiliários⁵⁰.

Os serviços de escrituração não são considerados como encargos do fundo e deverão ser suportados pelo administrador, sendo os valores dispendidos com tais serviços devem ser abatidos da taxa de administração do fundo.

Conforme já mencionado no início deste tópico, é importante enfatizar que as considerações aqui apresentadas sobre escrituração de fundos têm por base as disposições da Instrução CVM nº 555/14. Para fundos regulados por normas específicas, a contratação dos serviços de escrituração não necessariamente observará aos aspectos aqui veiculados. Nos fundos de investimento em direitos creditórios, por exemplo, as cotas do fundo poderão ser escrituradas pela própria instituição administradora, mesmo que ela não seja autorizada a prestar a terceiros serviços de escrituração de valores mobiliários⁵¹.

O administrador ainda se vê na obrigatoriedade de contratar terceiro devidamente habilitado caso não possua autorização específica para a realização de atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros⁵². Os serviços de tesouraria estão relacionados à abertura e movimentação da conta bancária em nome do fundo, destinada aos aportes dos recursos financeiros oriundos da integralização de cotas pelos cotistas, assim como decorrentes de recebimento de bonificações, dividendos e rendimentos oriundos dos direitos creditórios integrantes da sua carteira. Por meio da conta aberta em nome do fundo também serão realizados os pagamentos em casos de amortização ou resgate de cotas pelos cotistas⁵³.

⁴⁸ Tal instrução da CVM alterou disposições da Instrução CVM nº 543/13 e Instrução CVM nº 555/14.

⁴⁹ Cf. § 5º do artigo 79, da Instrução CVM nº 555/14.

⁵⁰ Cf. artigo 4º da Instrução da CVM nº 543/13.

⁵¹ Cf. Artigo 11, parágrafo único, da instrução da CVM nº 356, de 17 de dezembro 2001.

⁵² Cf. Artigo 78, § 2º, inciso III, da Instrução CVM nº 555/14.

⁵³ Os serviços de tesouraria nos fundos de investimento não são detalhados com profundidade pelas normas que tratam sobre fundos de investimento e o tema também é pouco abordado pela doutrina. Entre as instruções da CVM que versam sobre fundos de investimentos e sobre as atividades relacionados com a sua administração, a instrução da CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, que tratava sobre o funcionamento e a administração dos fundos

Por se tratar de serviços vinculados com abertura e movimentação de contas bancárias, tal serviço só pode ser prestado por instituição financeira. Deste modo, caso o administrador assim não figure ele obrigatoriamente deverá contratar um terceiro para assumir as funções de tesouraria do fundo. Cabe destacar que a ao artigo 79, § quinto da Instrução CVM nº 555/14 expressamente autoriza o administrador instituição financeira a prestar tal serviço.

Na prática, o que se observa no mercado é que este serviço do fundo de investimento muito raro é contratado de forma isolada. Como o custodiante pode ser uma instituição financeira e o escriturador obrigatoriamente o é, na grande maioria das vezes os prestadores de serviços de custódia e de escrituração acabam por assumir também as funções de tesouraria.

Tal forma de contratação muito provavelmente ocorre em razão da praticidade no controle pelo administrador e também em razão do poder que ele ganha para negociar com o prestador de serviços as remunerações a serem pagas, inclusive por que a remuneração devida ao responsável pelos serviços de tesouraria também não representa um encargo do fundo, de modo que sairá da taxa de administração devida ao administrador.

Os serviços de classificação de risco do fundo quando contratados deverão ser executados por pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM, nos termos do artigo 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 555/14. O contrato a ser celebrado com o fundo deve conter cláusula que garanta que qualquer alteração da classificação de risco do fundo ou a rescisão do contrato será imediatamente divulgada no site da agência contratada e comunicada à CVM e ao administrador⁵⁴.

O administrador poderá contratar ainda serviços de consultoria de investimentos, muito comum em fundos de investimento em direitos creditórios, e de formador de mercado, sendo que as despesas com este último prestador de serviços configuram encargo do fundo.

Com base no acima apresentado, é imperioso reforçar que a contratação de terceiros para os serviços relacionados à administração do fundo não deve ser tida como uma forma de o administrador se eximir de parte de suas responsabilidades ou mesmo transferi-las a terceiros. Independentemente das responsabilidades específicas dos contratados ou de ser estabelecido entre alguns deles e o administrador uma responsabilidade solidária, a figura do administrador do fundo sempre será o responsável perante o fundo e os seus cotistas por eventuais prejuízos que estes prestadores de serviços vierem dar causa.

de investimento em participações, no §4º de seu artigo 9º apresentava um rol exemplificativo dos serviços de distribuição e custódia que serve de importante ferramenta para a delimitação do escopo do serviço ora comentado.

⁵⁴ Cf. Artigo 83, inciso I, da Instrução CVM nº 555/14.

Contratar terceiros para auxiliar condução da administração do fundo seja por falta de autorização para realizar o serviço por contra própria, interesses negociais, ou mesmo por imposição regulamentar, não exime o administrador de suas responsabilidades.

O administrador tem o dever de atuar ostensivamente desde a referida contratação até o término da prestação dos serviços contratados, conforme o caso, verificando o enquadramento dos contratados nas exigências dispostas na regulação, controlando os serviços realizados e tomando inclusive as medidas necessárias para as hipóteses em que o administrador precisa realizar comunicados ao mercado sobre a contratação e o fim da vigência dos respectivos contratos.

4. INSTRUÇÃO CVM Nº 558/15: ESTRUTURA BÁSICA.

Neste capítulo serão abordadas as estruturas básicas dos administradores e dos gestores pessoas jurídicas previstas na Instrução CVM nº 558/15. Serão pontuadas as posições societárias mínimas exigidas destes profissionais em suas estruturas corporativas, quais documentos e relatórios bem como a periodicidade destes últimos, a quem devem ser reportados e ainda questões relativas à segregação de atividades e arquivamento de arquivos e informações.

Com o fim de realizar uma análise mais focada o tema do presente trabalho, os aspectos relativos aos administradores de carteira pessoas naturais não serão aqui tratados, ficando, no entanto registrada a importância destes agentes, que conforme abaixo será destacado, configuram peça fundamental na composição dos administradores e gestores constituídos sob a forma de pessoa jurídica.

Pois bem, conforme mencionado no capítulo 2, a obtenção do registro junto à CVM como administrador de carteira de valores mobiliários poderá ocorrer em duas categorias ⁵⁵, quais sejam a de administrador fiduciário e gestor de recursos, tratados neste trabalho, respectivamente apenas pela denominação de administrador e gestor.

Dependendo da categoria escolhida pelo administrador de carteira, as estruturas a serem implementadas poderão ter algumas diferenças, em razão dos serviços a serem prestados pela instituição. Quando o administrador de carteira realiza de maneira exclusiva serviços de administração ou de gestão, alguns itens não são aplicáveis a ele, sendo que ainda deverão ser observadas algumas peculiaridades quando o registro é obtido em ambas as categorias.

Independentemente da categoria escolhida para a obtenção do registro, para manter o credenciamento e a autorização outorgada pela CVM, o administrador ou o gestor deverão atribuir a responsabilidade pela administração de carteiras de valores mobiliários a um ou mais diretores estatutários autorizados a exercer a atividade pela CVM ⁵⁶, comumente chamado no mercado de diretor de administração de carteira (“Diretor de Administração de Carteira”). Tal diretor ao assumir o cargo fica impedido de assumir qualquer outra atividade no mercado de capitais, na instituição para a qual presta serviços ou ainda fora dela.

O administrador de carteiras também deverá indicar outro diretor estatutário que ficará responsável pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e da Instrução CVM nº 558 de maneira geral (“Diretor de *Compliance*”) ⁵⁷.

⁵⁵ Cf. Artigo 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 558/15.

⁵⁶ Cf. Artigo 4º, Inciso III, da Instrução CVM nº 558/15.

⁵⁷ Cf. Artigo 4º, Inciso IV, da Instrução CVM nº 558/15.

Em se tratando de registro na categoria gestor, a sociedade empresária deverá ainda nomear mais um diretor, a fim que a ele seja atribuída a responsabilidade pela gestão de risco, sendo que tal diretor poderá ser a mesma pessoa indicada como Diretor de *Compliance*⁵⁸. Dentre as atribuições do diretor responsável pela gestão de risco estão a implementação, manutenção e cumprimento de política escrita de gestão de riscos da sociedade, que serão abaixo mencionadas e, também a elaboração de relatório da exposição a risco de cada carteira de valores mobiliários sob gestão, a ser encaminhado em uma periodicidade mínima mensal para as pessoas indicadas na política de gestão de riscos⁵⁹.

Há aqui que relembrar que se o administrador optar por realizar a distribuição das cotas dos fundos de investimento do qual seja administrador ou gestor, além das demais regras a serem observadas, deverá ser indicado um diretor como responsável pelo cumprimento das normas de distribuição que devem ser seguidas por todos aqueles que se dedicam a tal atividade e, de maneira geral, pela atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento⁶⁰. O diretor de distribuição poderá ser o Diretor de Administração de Carteira, conforme dispõe o artigo 30, inciso II, da Instrução CVM nº 558/15.

Com a entrada em vigor da Instrução CVM nº 558/15, os administradores e gestores passaram obrigatoriamente a ter que possuir desde a sua constituição, recursos humanos e computacionais adequados ao seu porte e sua área de atuação⁶¹. O conceito de fato parece amplo e foi inclusive objeto de questionamento pelo mercado, quando da audiência pública para edição da mencionada norma, sendo que naquela oportunidade a CVM se posicionou no sentido de que o dispositivo serviria de importante diretiva para que os administradores e gestores organizem suas estruturas de maneira adequada e que para averiguar eventuais descumprimentos de tais regras nos casos específicos seriam analisados “o volume de recursos e as estratégias de investimento das carteiras de valores mobiliários sob administração”⁶².

Outra medida obrigatória a ser adotada pelos administradores e gestores diz respeito à estruturação de seu sistema informacional. Isto porque, Certas informações devem apresentadas de maneira periódicas à CVM e ao mercado, de modo que o administrador de carteira deve seguir uma rotina de disponibilização de informações que possibilite apurar a regularidade de suas atividades.

⁵⁸ Cf. Artigo 4º, Inciso V, da Instrução CVM nº 558/15.

⁵⁹ Cf. Artigo 23,§ 2º, Inciso II, da Instrução CVM nº 558/15.

⁶⁰ Cf. Artigo 30, Inciso II, da Instrução CVM nº 558/15.

⁶¹ Cf. Artigo 30, Inciso VII, da Instrução CVM nº 558/15.

⁶² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise. Audiência Pública SDM nº 14/2011 – Processo CVM RJ-2007-11580.** Rio de Janeiro, 2015, p. 36. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html. Acesso em 09 jun. 2019.

Deste modo, a Instrução CVM nº 558/15 introduziu à dinâmica dos administradores e gestores, o dever de encaminhar à CVM até o dia 31 de março de cada ano, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na internet, documento cujo conteúdo esteja de acordo com o Anexo 15-II da Instrução CVM nº 558/15 (“Formulário de Referência”) ⁶³.

Além do Formulário de Referência apresentado à CVM, os administradores e gestores deverão elaborar e manter informações em sua página na internet, quais sejam: (i) código de ética, de modo a concretizar as regras de conduta apresentadas no Capítulo V da Instrução CVM nº 558/15; (ii) regras, procedimentos controles internos; e (iii) política de negociação de valores mobiliários por administradores, empregados, colaboradores e pela própria empresa.

Ademais, os administradores de carteira registrados exclusivamente na categoria administrador fiduciário deverão ainda manter em seus *websites* manual de precificação dos ativos das carteiras de valores mobiliários que administra ao passo que aqueles que obterem registro apenas como gestores de recursos deverão possuir e manter em disponíveis em suas páginas da internet política de gestão de risco e política de rateio e divisão de ordens entre as carteiras de valores mobiliários ⁶⁴.

Tal como já mencionado neste trabalho, a Instrução CVM nº 558/15 manteve a necessidade de segregação das atividades de administração de carteira de valores mobiliários das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, sendo que para viabilizar o cumprimento de tal determinação, os administradores e gestores deverão ainda manter manuais escritos que detalhem as regras e procedimentos operacionais adotados e também abranjam os procedimentos para garantir o correto tratamento das informações confidenciais ⁶⁵.

Dentro ainda da esfera informacional, os administradores e gestores têm o dever de diligenciar para que o Diretor de *Compliance*, até o último dia útil do mês de abril de cada ano, elabore e encaminhe aos órgãos de administrações dos administradores e gestores, relatório relativo ao ano civil imediatamente anterior à data de entrega.

Nos termos do artigo 22 da Instrução CVM nº 558/15, o relatório deverá contemplar: (i) as conclusões dos exames efetuados; (ii) as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento, quando for o caso; e (iii) a manifestação do Diretor de Administração de Carteiras ou, quando for o caso, pelo Diretor de Gestão de Risco a respeito das deficiências encontradas em verificações anteriores e das medidas planejadas, de acordo com cronograma específico, ou efetivamente adotadas para saná-las.

⁶³ Cf. Artigo 15, Inciso II, da Instrução CVM nº 558/15.

⁶⁴ Cf. Artigo 14, Incisos I a VII, da Instrução CVM nº 558/15.

⁶⁵ Cf. Artigos 24 e 25, da Instrução CVM nº 558/15.

Aludido relatório não precisa ser encaminhado à CVM, mas deverá ficar à disposição da autarquia na sede dos administradores e gestores.

Vale ressaltar ainda que os administradores e gestores devem estabelecer mecanismos de controle das informações confidenciais que transitam em suas instituições, possibilitem a realização de testes periódicos no sistema de informações e ainda garantam a realização de treinamentos periódicos daqueles que possuem contato com informações confidenciais, participem das tomadas de decisão de investimento ou estejam atrelados ao processo de distribuição de cotas dos fundos de investimento ⁶⁶.

Por fim, como o próprio nome deste capítulo sugere, convém reforçar que as estruturas destacadas neste item representam requisitos essenciais para a constituição e funcionamento dos administradores e gestores de fundos de investimento, de modo que elas devem ser enxergadas apenas como componentes basilares de uma estrutura que na realidade é muito maior e mais complexa.

Do mesmo modo, o presente trabalho visa exatamente elucidar quais são as estruturas que se mostram suficientes para a atuação dos administradores de carteira, de modo que para tentar alcançar tal objeto foram colocadas em destaque as estruturas mínimas exigidas pela norma específica.

Lançar uma luz sobre tais estruturas poderá servir de auxílio para análise que se segue dos processos administrativos sancionadores da CVM que versam principalmente sobre a condução de seus trabalhos pelos administradores e gestores e a maneira que eles interagem com as outras figuras participantes dos fundos de investimento.

⁶⁶ Cf. Artigo 21, da Instrução CVM nº 558/15.

5. PROCESSOS SANCIONADORES ADMINISTRATIVOS CVM.

O presente capítulo tem por escopo analisar decisões do órgão colegiado da CVM em sede de processos administrativos sancionadores (“PAS”) que versem sobre a atuação dos administradores dos fundos de investimento, sua obrigação de acompanhar os terceiros contratados para prestação de serviços relacionados de forma direta ou indireta à administração fiduciária e a interação desses agentes com outras estruturas de tomada de decisão dos fundos por eles administrados.

A intenção é tornar mais evidente a forma como a CVM tem considerado estarem atendidos - pelos administradores e prestadores de serviços dos fundos de investimento - os preceitos éticos e técnicos mínimos exigidos pela regulação aplicável, assim como são tratadas as condutas que representam desvios na observação de tais regras, sejam em razão de atuação comissiva ou ainda omissiva por parte desses *players*.

A fim de viabilizar o estudo que aqui se pretende realizar, a seguir serão analisadas 02 (duas) decisões do colegiado da CVM de diferentes momentos que tratam especificamente sobre a forma de condução das atividades desenvolvidas pelos administradores dos fundos e também por aqueles contratados com o fim de auxiliá-los.

Destaca-se que as análises dos julgados terão por enfoque principal a atuação dos administradores, gestores ou de terceiros contratados para as demais funções dos fundos de investimento, assim como a forma de tratamento pela CVM das estruturas auxiliares de tomada de decisão. Para que a análise não se distancie da temática central do presente trabalho, outros pontos eventualmente existentes nos PAS aqui apresentados, quando necessários, serão abordados de forma menos acentuada.

5.1. PAS CVM nº RJ2015/12087 ⁶⁷.

O PAS CVM nº RJ2015/12087 versa sobre o descumprimento pelo administrador e gestor acusados de seus deveres fiduciários com fulcro no artigo 65-A da Instrução da CVM nº 409, de 18, de agosto de 2004 (“Instrução CVM nº 409/04”) ⁶⁸, e sobre a prática de operações irregulares no mercado de valores mobiliários.

Foram acusados no PAS ora analisado, a BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (“BNY Administradora”) e a BNY Administração de Ativos Ltda. (“BNY Gestora”), enquanto prestadores dos serviços respectivamente de administração fiduciária e gestão de carteira do Pacific Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado (“Fundo Pacific”), assim como o Sr. José Carlos Lopes Xavier de Oliveira (“José Carlos”) na qualidade de responsável pela administração de carteiras da BNY Gestora.

O processo em questão se originou em um procedimento de supervisão de rotina de uma das superintendências da CVM, por meio do qual, restou constatado um significativo investimento do Fundo Pacific em debêntures de emissão da RO Participações S.A. (“RO Part.”), objeto de oferta pública com esforços restritos de distribuição, e que com base nas evidências apresentadas no decorrer do processo demonstrou se tratar de um investimento com problemas sob o ponto de vista de suas próprias características de emissão e também em razão de conflitos de interesse, colocando em pauta questionamentos sobre os processos de tomada de decisão por parte da BNY Gestora.

As proas apresentadas no PAS nº RJ2015/12087 foram claras ao evidenciar que ao realizar o investimento nas debêntures da RO Part., a gestora do fundo deixou de observar que a emissão dos papéis estava embebida de diversos problemas. Entre eles, custos elevados na contratação de serviços, fragilidade das garantias ofertadas, conflitos de interesse, representados, por exemplo, pelo fato dos responsáveis pelas consultorias contratadas para auxiliar na distribuição das debêntures serem partes relacionadas com um dos principais acionistas da RO Part., condições comerciais dos títulos de crédito adquiridos em desacordo com a média praticada pelo mercado sob o ponto de vista de prazo, remuneração, condições de

⁶⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12087. Violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A, da Instrução CVM nº 409/04. Irregularidades na administração de fundos de investimento. Operações irregulares no mercado de valores mobiliários. Absoluções, inabilitação e multa. BNY Administração de Ativos Ltda., BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira. Diretor Relator: Pablo Renteria. Rio de Janeiro, 24 jul. 2018. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180724_PAS_RJ201512087.html. Acesso em 27 mai. 2019.

⁶⁸ A Instrução CVM nº 409/04 versava sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e foi revogada quando da entrada em vigor da Instrução CVM nº 555/14.

risco retorno financeiro, e também os apontamentos realizados pela BNY Administradora desaconselhando à aquisição dos papéis.

A superintendência responsável pela acusação entendeu que a conduta do gestor e de seu Diretor de Administração de Carteira de desconsiderar os pontos acima indicados e de prosseguir com a decisão de investimento expôs o Fundo Pacific a riscos desnecessários e, conseqüentemente fez com que seu cotista exclusivo experimentasse prejuízo financeiro evitável caso as condições desfavoráveis da emissão tivessem sido ponderadas, assim como se tivessem sido levadas em consideração as características de outros valores mobiliários da mesma espécie também disponíveis para aquisição no mercado naquele momento. Por conseguinte, a acusação ainda abordou a conduta da BNY Administradora, alegando que na qualidade de administradora ela deveria ter adotado medidas adicionais no controle às operações realizadas pelo gestor do fundo.

Diante disso, os envolvidos foram acusados de terem infringido o disposto no artigo 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04, na medida em que violaram o dever de diligência esperado pela BNY Gestora, BNY Administradora e José Carlos.

Em sede de defesa, os acusados rebateram os argumentos da área técnica da CVM e em linhas gerais defenderam a legalidade da operação, inclusive afirmando que as condições comerciais das debêntures estavam de acordo com as práticas de mercado.

De maneira resumida, as principais teses dos três acusados foram no sentido da escolha do investimento ter partido do cotista exclusivo do fundo, tentando assim demonstrar que a gestão da carteira do fundo não era discricionária, que o gestor José Carlos se pautou no relatório de rating e no segundo relatório (favorável) produzido pela BNY Administradora, assim como que o mencionado diretor responsável pela carteira do fundo desconsiderou o primeiro relatório elaborado também pela administradora antes da subscrição das debêntures desaconselhando à realização do investimento, em virtude deste ter utilizado sua posição para manipular o segundo relatório produzido, sendo esta última tese defendida pela BNY Administradora e BNY Gestora.

No que diz respeito à participação do Postalís – Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (“Postalís”), cotista exclusivo do fundo, nas suas decisões de investimento, o diretor relator do PAS rechaçou tal argumento elucidando que a gestão da carteira do fundo era feita de forma exclusiva pela BNY Gestora, que o fundo não possuía comitê de investimentos constituído e que tal órgão de decisão sequer era previsto pelo regulamento do fundo, mesmo sendo permitido pela regulamentação da época.

Vale neste ponto observar que o relator, por meio de citação de julgados, menciona que a participação de cotistas na gestão dos fundos de investimento dependeria de estruturas de governança adequadas, mas não apresenta os parâmetros de como deveria tal estrutura ser conduzida e organizada ⁶⁹.

No mérito o argumento da BNY Gestora de que o investimento foi pautado no relatório de *rating* também foi afastado pelo julgador, uma vez que, restou comprovado pelas provas carreadas no procedimento, que o mencionado relatório teria sido elaborado em data posterior à realização do investimento nas debêntures da RO Part.

No entendimento do relator, as provas e estudos comparativos apresentados serviram de base para ter provado que a BNY Gestora ao concordar com a realização do investimento mesmo se considerado que sugerido pela pelo investidor exclusivo- agiu em descumprimento com seu dever de lealdade, uma vez que foram por ela desconsiderados os diversos pontos negativos, tidos pelo relator como notórios, que representavam a consecução do investimento.

No mesmo sentido, o relator entendeu que as provas disponíveis nos autos eram suficientes para demonstrar que José Carlos, Diretor de Administração da BNY Gestora, nos termos da regulamentação então vigente, foi o responsável final pela decisão de investimento nas debêntures da RO Part. e que em sua tomada de decisão agiu de forma desleal para com o investidor exclusivo do Fundo Pacific, em razão de ter deixado de considerar os aspectos negativos sobre as condições comerciais do investimento, assim como a opinião desfavorável à época emanada pela BNY Administradora, inclusive tendo por base o volume considerável de recursos do fundo utilizados na aplicação em questão.

Sobre a conduta da BNY Administradora, o relator do procedimento entendeu que esta não faltou com o seu dever de lealdade e que não vislumbrou as medidas adicionais que a acusação havia apontado como necessárias para a atuação da administradora do Fundo Pacific, razão pela qual, votou pela absolvição da BNY Administradora e de seu diretor responsável.

Com base no relatório, provas e voto do diretor relator, o Colegiado da CVM, por unanimidade de votos, aplicou à BNY Gestora a penalidade de multa pecuniária de R\$ 7.200.000,00 (sete milhões e duzentos mil reais), equivalentes a 10% (dez por cento) do valor da operação tida como irregular, José Carlos foi penalizado com inabilitação pelo prazo de três

⁶⁹ Vale observar que o artigo 63 da Instrução CVM nº 409/04, vigente à época dos fatos, permitia a constituição de conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, sendo suas atribuições e características deveriam estar dispostas no regulamento do fundo. Sobre estas estruturas é imperioso salientar que a única disposição do referido normativo sobre o dever dos membros dos conselhos ou comitês está relacionada à obrigação deles comunicarem ao administrador sobre situações que deem margem a conflitos de interesse com o fundo. Nessa toada, não há na Instrução CVM nº 409/04 a imposição de regras, limites ou forma específica de atuação para tais órgãos.

anos para o exercício do cargo de administrador, ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM, bem como absolveu BNY Administradora e seu diretor responsável da acusação de ter violado o dever de lealdade, conforme disposto art.65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04.

Sobre o julgado em análise vale destacar que ainda que a BNY Administradora tenha sido absolvida pelo colegiado, a sua conduta enquanto administradora foi colocada em xeque tanto pela área especializada que realizou a acusação, quanto pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, que entenderam que a administradora do fundo não agiu de forma diligente e cuidadosa, e ainda que medidas adicionais poderiam ter sido por ela tomadas. Há que se notar que no voto do diretor relator ele menciona não ter observado medidas adicionais a serem tomadas pela administradora do fundo.

No mesmo sentido dos comentários acima apresentados sobre a questão da existência de comitê de investimento, é de se observar que na análise da conduta da administradora não foram apontados procedimentos e estruturas de governança que, no entendimento da CVM, demonstrassem uma atuação coerente ou ainda minimamente eficiente tanto por parte da administradora quanto da gestora do fundo.

No caso em tela, ao se discutir sobre os deveres de diligência e lealdade do administrador e do gestor, poderiam também ter sido abordadas as estruturas de governança esperadas destes agentes na dinâmica de suas atuações. No âmbito da atuação da gestora do fundo tal análise foi feita em parte, em razão de ter sido tratada a questão da participação do cotista exclusivo nas decisões de investimento e também sobre a existência de um comitê de investimento, mas tal como já observado não foram apresentados os parâmetros técnicos mínimos de sua atuação, ponto que se mostra extremamente relevante.

Em um processo administrativo em que se debate exatamente a conduta do administrador, enquanto responsável por fazer o acompanhamento e a supervisão dos demais prestadores de serviços do fundo de investimento, tratar sob a ótica do principal órgão regulador do mercado e sobre as estruturas de governança corporativa esperadas destes *players* representa uma importante ferramenta de trabalho, no sentido de orientar a forma de estruturação destes agentes, para além do que é estritamente previsto na regulamentação aplicável.

É ainda de se considerar que a presente observação de maneira alguma tem por intenção desqualificar a análise feita pela área técnica da CVM ou ainda questionar o cunho técnico da decisão do colegiado. Pelo contrário, considerando o grau de tecnicidade das áreas de supervisão da CVM e de seu colegiado, o que se pretende defender é que agregar às análises

práticas das condutas de administradores e gestores de fundos de investimento as observações sobre as estruturas mínimas de governança corporativa deles esperada, é benéfico não apenas para tais prestadores de serviços dos fundos, que poderão melhorar suas estruturas a fim de evitar penalidades por descumprimentos de seus deveres regulamentares, mas também para os investidores e para o próprio regulador que a partir da delimitação das estruturas de governança esperadas destes agentes poderão cobrar de forma mais efetiva o cumprimento das regras de atuação impostas pela regulamentação.

5.2. PAS CVM nº 15/08 ⁷⁰.

O PAS CVM nº 15/08 teve por objeto a gestão de fundo de investimento pelo próprio cotista, tendo sido averiguada conduta por parte de administradores de carteira que configuraria descumprimento de seus deveres de diligência, assim como a ocorrência de irregularidades na gestão de fundos de investimento.

Foram acusados no PAS os Srs. Almir Guilherme Barbassa (“Almir”), João Pinheiro Nogueira Batista (“João”), José Sérgio Gabrielli de Azevedo (“José”) e Arnaldo José Volle (“Arnaldo”) e também a BB Gestão de Recursos DTVM (“BB Gestão”). Os três primeiros, enquanto diretores financeiros da Petróleo Brasileiro S.A (“Petrobrás”), por supostamente terem infringido o artigo 153 da Lei nº 6.404/76 e os dois últimos pelo suposto descumprimento do dever de diligência, uma vez que figuravam respectivamente como Diretor de Administração de Carteira e instituição administradora do BB Milênio 6 Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento Multimercado de Longo Prazo (“BB Milênio”).

À época dos fatos analisados pelo PAS, o BB Milênio era destinado à Petrobrás, que figurava como sua cotista exclusiva. O BB Milênio por sua vez era único cotista de diversos outros fundos, entre eles o BNP Paribas Marte Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento Multimercado de Longo Prazo (“Marte”) e o Sudameris Fundo de Investimento Multimercado de Longo Prazo Vênus (“Vênus”).

⁷⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 15/08. Suposto descumprimento do dever de diligência de administradores de carteira – supostas irregularidades na gestão de fundos de investimento. Absoluções. Almir Guilherme Barbassa, João Pinheiro Nogueira Batista, José Sérgio Gabrielli de Azevedo, Arnaldo José Vollet, BB Gestão de Recursos DTVM. Diretora Relatora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 28 fev. 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120228_PAS_1508.pdf. Acesso em 02. Jun. 2019.

O PAS teve sua origem em outro processo instaurado com o fim de investigar perdas sofridas pelos fundos Marte e Vênus em razão de um suposto esquema de direcionamento de ordens que favorecesse outros investidores. A Superintendência de Processos Sancionadores ("SPS") não logrou êxito em confirmar as suspeitas que deram origem ao dito procedimento, mas no decorrer das suas investigações entendeu ter se deparado com outras irregularidades relativas à gestão das carteiras dos mencionados fundos, assim como da carteira BB Milênio, especificamente relativa à ingerência direta da Petrobrás na gestão da carteira dos fundos e em decorrência de tal conduta, a existência de investimentos pela Petrobrás em ativos nos quais não estava autorizada a investir.

Tanto o fundo Marte quanto o fundo Vênus foram encerrados em 2007, data anterior a apuração dos fatos, mas segundo a acusação da SPS desde 2003 a Petrobrás atuou nas decisões de investimento e desinvestimento dos dois fundos, por meio da emissão direta aos seus gestores de ordens de compra e venda no mercado futuro da Bolsa de Mercadorias e Futuros. Para substanciar tal acusação a SPS juntou ao PAS transcrições de declarações de pessoas ligadas à Petrobrás, à administradora do BB Milênio e às gestoras dos fundos Vênus e Marte, cujos conteúdos reforçaram a tese acusatória.

No entendimento da SPS a Petrobrás possuía ingerência nos dois fundos, sendo tal conduta tida pela superintendência como irregular por não ser função típica do cotista, mesmo que exclusivo, interferir na gestão da carteira do fundo em que possua investimento e em especial por no caso concreto haver terceiros especializados contratados para tanto, assim como pelo fato dos fundos não possuírem em suas estruturas arranjos que permitissem a participação dos seus cotistas nas tomadas de decisões relacionadas à gestão de suas carteiras ou mesmo que permitissem que o próprio cotista realizasse a gestão das suas carteiras, nos termos permitidos pela regulamentação então vigente.

Ainda segundo a SPS, a atuação irregular da Petrobrás nos fundos Vênus e Marte teria gerado prejuízos no ano de 2006 superiores a R\$ 108.000.000,00 (cento e oito milhões de reais) em razão de operações de *day-trade* realizadas por determinação expressa da Petrobrás. Em razão de tais condutas, sobre todos os acusados pairou a imputação de terem infringido ao disposto no artigo 14, incisos II e III, da Instrução CVM nº 306/99 e artigos 65, inciso VIII, e 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04.

Os administradores e gestores dos fundos Vênus e Marte, assim como seus respectivos Diretores de Administração de Carteira a época dos fatos, também chegaram a ser acusados pela SPS, mas por terem firmado em data anterior ao julgamento termo de compromisso com a CVM, não foram julgados no PAS.

Em apertada síntese, a defesa conjunta os administradores da Petrobrás contesta a acusação da SPS afirmando que a interação da Petrobrás com as gestoras dos fundos não representava usurpação das funções do gestor, mas sim serviam de auxílio para que os objetivos do investidor fossem atendidos. Foi também refutada a acusação do prejuízo financeiro dos fundos Marte e Vênus apresentado pela SPS, tendo tal fato sido rechaçado com o argumento de que os números exibidos para o suposto dano financeiro não estavam corretos, que as operações chamadas pela superintendência de *day-trade* na realidade se referiam a ajustes diários e ainda que as métricas utilizadas para a acusação foram inadequadas.

A defesa, também conjunta, dos acusados BB DTVM e Arnaldo replicaram os argumentos apresentados pelos administradores da Petrobrás e adicionalmente se valeram das premissas que a gestão dos fundos Marte e Vênus era exercida por investidores independentes e que como cotista dos mencionados fundos não tinha a prerrogativa de fiscalizar a sua gestão, mas sim verificar se os seus regulamentos eram cumpridos e os objetivos financeiros atingidos. Alegaram ainda que a acusação não identificou de forma clara suas condutas irregulares e que a Petrobrás figurava como investidor com nível de sofisticação equiparada aos gestores dos fundos em questão, de modo que possuía capacidade para analisar a adequação dos investimentos realizados.

Ainda foi objeto da defesa dos administradores da Petrobrás a questão da regularidade da aplicação das disponibilidades de caixa da sociedade de economia mista nas cotas do BB Milênio e por meio dele em outros fundos, e que de qualquer modo a análise de tal aplicação não competia à CVM, mas sim ao Conselho Monetário Nacional.

A diretora relatora Luciana Dias em seu voto discordou da posição assumida pela BB DTVM, de que não poderia ser responsabilizada pela conduta dos gestores dos fundos Marte e Vênus. No entendimento da diretora relatora, ao assumir a posição de administrador do fundo BB Milênio, a BB DTVM tinha que cumprir com seu dever de diligência e monitorar os ativos adquiridos pelo fundo, sendo que no caso concreto deveria ter ocorrido uma supervisão por parte da BB DTVM mais diligente dos fundos Marte e Vênus e de seus prestadores de serviços, não se limitando assim apenas à análise do cumprimento de seus regulamentos.

Ao tratar sobre a atuação da Petrobrás nas decisões de investimento dos fundos Marte e Vênus a relatora do PAS discorreu sobre a estrutura dos fundos de investimentos, sobre a atuação do administrador na prestação dos serviços aos fundos de investimento e ainda sobre a manutenção das suas responsabilidades quando da contratação de terceiros para desempenhar atividades relacionadas à administração dos fundos. Para a relatora as medidas impostadas pela regulamentação referentes a tal prestação de serviços tem por objeto a garantia da supervisão,

o alinhamento dos interesses dos investidores com os dos gestores e o estabelecimento da relação fiduciária entre os envolvidos.

Neste cenário, a relatora apontou que não discorda de forma completa dos argumentos apresentados pela defesa e que mesmo estando convencida que os recursos eram de fato administrados conforme interesse da Petrobrás, discordou do entendimento adotado pela defesa de que o fato de o fundo ser exclusivo ou destinado a um investidor com capacidade técnica elevada poderia viabilizar que as estruturas de governança estabelecidas pela regulamentação para os fundos de investimento fossem suprimidas.

Vale aqui destacar as palavras exatas da relatora, no item 22 de seu voto, segundo a qual nos fundos de investimento as “regras de governança viabilizam o exercício do poder de fiscalização e da responsabilização dos agentes que efetivamente tomam as decisões em nome de uma instituição”. A relatora ainda faz uma interessante reflexão sobre a importância de os fundos de investimento possuírem estruturas de governança, uma vez que representam instrumentos coletivos de investimento que influenciam na dinâmica do sistema financeiro, assim como para que se viabilize a proteção não apenas dos cotistas, mas também dos demais grupos de interesse que de alguma se relacionam com as atividades dos fundos de investimento.

Destarte, a relatora argumentou no sentido de que a participação dos cotistas na tomada de decisão de investimento era permitida pela regulamentação então em vigor, mas deveria ser organizada por meio de estruturas alternativas de governança, sejam elas representadas pela constituição de comitês de investimento com identificação clara da sua forma de atuação ⁷¹, ou ainda pelo cotista estar diretamente à frente da gestão da carteira do fundo de investimento, tal como dispunha a Deliberação CVM nº 475, de 30 de dezembro de 2004, que autorizava que a gestão de fundos exclusivos fosse realizada entidade de previdência privada cotista, desde que respeitados certos requisitos e autorizadas pela CVM.

A relatora entendeu que os acusados não haviam adotado as medidas necessárias para participação do cotista exclusivo na gestão dos fundos de investimento, todavia, em razão da questão até então não ter sido objeto de análises diretas e aprofundadas por parte daquela autarquia, não seria o caso de se assumir uma posição por meio de um processo sancionador, de modo que votou pela absolvição da BB DTVM e do diretor Arnaldo, fazendo ainda a

⁷¹ A possibilidade de constituição e funcionamento dos comitês de investimento já existia na Instrução CVM nº 306/99 e foi mantida quando da edição da Instrução CVM nº 558/15. Há que salientar que em ambos normativos há disposições no sentido dos membros do comitê de investimento possuir os mesmos deveres que os administradores de carteira.

observação que a seu ver a realização de tais atos a partir daquela data, configuraria ilício administrativo e ensejaria punições.

Sobre a atuação dos administradores da Petrobrás, a relatora votou também pela sua absolvição por entender que a acusação imposta de eles terem realizado investimento não autorizado não era da competência da CVM e que a ingerência da Petrobrás nos fundos Marte e Vênus não demonstrava descumprimento do dever de diligência, mas sim que acompanhavam de maneira próxima os investimentos realizados pela companhia. O diretor Otavio Yazbek acompanhou o entendimento da relatora sobre os administradores da Petrobrás, mas para a BB DTVM e seu diretor responsável Arnaldo propôs pena de advertência. Por fim, o voto da diretora relatora foi acompanhado na íntegra pela então presidente da CVM que também compunha o julgamento.

O Colegiado da CVM assim decidiu, por unanimidade de votos, absolver os acusados Almir, João e José da imputação de infração ao artigo 153 da Lei nº 6.404/76 e, por maioria de votos, absolver a BB DTVM e o acusado Arnaldo da acusação de descumprimento do dever de diligência.

O PAS CVM nº 15/08 foi escolhido para fazer parte deste trabalho em razão não apenas de seu conteúdo, que abrange temas relevantes sobre a atuação do cotista na gestão da carteira dos fundos de investimento e também sobre estruturas de governança, mas também pelo seu aspecto temporal. O julgado tem mais de uma década e ainda hoje se discute os temas naquela oportunidade debatidos. Muito interessante observar como a participação dos cotistas exclusivos nas tomadas de decisão ainda era considerado um assunto em fase de formação pela CVM, mesmo àquela época já tendo sido objeto de normativos editados por aquela autarquia.

No que diz respeito à abordagem sobre as estruturas de governança para os fundos de investimento, o julgado acaba dando um enfoque mais específico nas estruturas que possibilitam a participação dos cotistas na gestão da carteira do fundo, todavia, os apontamentos realizados pela relatora do PAS, sobre a importância das estruturas de governança nos fundos de investimento, deixaram claro que o assunto já era considerado relevante e que deveria ser levado em consideração não só por aqueles que atuam na prestação de serviços aos fundos, mas sim por todos que de algum modo estão envolvidos na dinâmica deste tipo de investimento coletivo.

No caso em referência ficou claro as estruturas de governança que poderiam ser utilizadas de maneira alternativa na atuação do cotista na gestão da carteira do fundo e é exatamente este norte, porém de uma forma mais abrangente, que este trabalho persegue. Apresentar de forma cristalina as estruturas de governança corporativa que atendam às

disposições da regulamentação para a indústria de fundos de investimento e que são consideradas pela CVM como suficientes é benéfico não só para os prestadores de serviço que poderão se estruturar de maneira mais condizente, evitando assim inclusive eventuais punições administrativas, mas também para o mercado como um todo, que munido do conhecimento de tais estruturas poderá escolher fundos que sob a ótica (teórica e prática) da CVM estão melhores paramentados para perseguir os interesses dos investidores.

O julgado elucidou o entendimento da CVM para um aspecto da governança corporativa nos fundos de investimento, mas há outros que precisam ainda ser abordados de modo que reste claro aos prestadores de serviços dos fundos de investimento o que deles é esperado na condução de seus trabalhos, especificamente no que diz respeito à atuação dos administradores e gestores.

Feitas estas observações é crucial reforçar que as análises realizadas não representam qualquer espécie de crítica à atuação da CVM, que de forma técnica e imparcial conduz a supervisão e orientação de seus regulados, mas sim a pontuação de uma necessidade do mercado de fundos de investimento e em especial dos administradores e gestores, que podem ser punidos por não adotarem condutas e processos de governança corporativa que não estão evidentes na regulamentação ou ainda por implementá-los em termos não suficientes no entendimento do órgão regulamentador.

6. A GOVERNANÇA CORPORATIVA NA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.

Com o fim de corroborar para os comentários até aqui tecidos sobre a importância da governança corporativa e como ela pode beneficiar a indústria dos fundos de investimento, a seguir passaremos a fazer considerações sobre o instituto da governança corporativa propriamente dita, sendo que será abordado seu conceito, objetivos, mecanismos e os impactos que a sua correta constituição pode representar.

Ao iniciar as pesquisas para o presente trabalho, o primeiro questionamento que se buscou elucidar foi o que é conceitualmente falando a governança corporativa e neste ponto nos deparamos com a descoberta de um vasto número de conceitos existentes de governança corporativa nas mais variadas esferas do conhecimento. O professor doutor Alexandre Di Miceli da Silveira, por exemplo, na segunda edição de sua obra *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: teoria e prática*, além de nos apresentar uma definição própria da governança corporativa ⁷², também relaciona aquelas que no seu julgamento configuram as principais definições de governança corporativa, sendo que tal rol contém nada menos que 20 (vinte) definições ⁷³.

No mesmo sentido e ainda reforçando a questão da pluralidade dos conceitos de governança corporativa, Pamela Romeu Roque em sua obra *Governança Corporativa de Banco e a Crise Financeira Mundial: análise comparativa de fontes do cenário brasileiro*, ao tratar da definição de governança corporativa, nos apresenta 06 (seis) seis diferentes definições, de momentos históricos distintos, tendo sido adotada para aquele trabalho, de forma primordial, a definição constante da quinta edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”) ⁷⁴.

Após analisar todas as definições de governança corporativa a que tivemos acesso, com base no intuito da presente pesquisa, entendemos por bem nos limitar a apresentar apenas a definição de governança corporativa encontrada na quinta edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, sendo o qual:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios,

⁷² SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática**. 2ª e.d. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015, p. 06.

⁷³ Ibidem, p. 16 a 18.

⁷⁴ ROQUE, Pamela Romeu. **Governança Corporativa de Banco e a Crise Financeira Mundial: análise comparativa de fontes do cenário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 29.

conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.⁷⁵

Pela leitura da definição acima apresentada, entendemos estarem presentes elementos que corroboram ao entendimento de que o conceito pode e deve ser aplicado à estrutura dos fundos de investimento, principalmente quando pensamos que na dinâmica de produto o que está em jogo é a poupança popular. Assim como as empresas, os fundos de investimento possuem em suas estruturas diversos personagens, tais como cotistas, administradores, gestores e outros prestadores de serviços que precisam ter seus interesses alinhados para que o principal objetivo seja cumprido, qual seja a obtenção de lucros para os investidores.

Tal alinhamento de interesses além de ser benéfico aos cotistas que terão maiores chances de obter bons resultados nos seus investimentos, também traz vantagens para os prestadores de serviços dos fundos, que podem se utilizar das estruturas de governança corporativa para delimitar suas responsabilidades, e ainda para a própria indústria de fundos de investimento que ao implementar tais estruturas pode ter sua credibilidade junto ao mercado aumentada, gerando assim maior aderência a este tipo de investimento.

Com referência ao objetivo dos fundos de investimento aludido acima, tal característica é extremamente relevante para a definição da vertente da governança corporativa que no nosso entendimento ganha corpo neste tipo de investimento. Entre as vertentes da governança corporativa apontadas pelos estudiosos sobre o tema, a que parece mais se adequar aos fundos de investimento é a *shareholder-oriented*, que nas palavras da já mencionada autora Pamela Romeu Roque, é a “vertente em que o propósito da empresa é a maximização da riqueza aos acionistas”⁷⁶. A definição destacada referia-se à aplicação ordinária da governança corporativa às sociedades, mas acreditamos que ela pode perfeitamente ser utilizada no âmbito dos fundos de investimento.

Respeitados preceitos regulamentares e legais, os fundos de investimento devem perseguir único e exclusivamente a direção de gerar lucro aos seus cotistas, sendo que como resultado de tal finalidade toda a cadeia de prestadores de serviços do fundo de investimento também está obrigada a pautar suas atividades na consecução de tal fim.

⁷⁵ IBGC. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5. ed., 2015, p. 20. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>. Acesso em 15 jun. 2019.

⁷⁶ ROQUE, Pamela Romeu. (ob. cit. p. 33).

Ocorre que por vezes, aqueles que contratualmente se obrigam a perseguir o lucro dos cotistas deixam de observar o compromisso com eles firmado e passam a executar suas funções em busca de benefícios próprios, de terceiros ou mesmo tão somente negligenciando a finalidade precípua a qual se vincularam. O mencionado desvio de conduta pode ser comparado à teoria do conflito de agência, base da governança corporativa, e que na aplicação ordinária se materializa na atuação dos gestores das companhias agindo em benefício próprio e não em favor dos acionistas ⁷⁷, conforme contratualmente pré-estabelecido.

Assim, ao aplicar os princípios de governança corporativa aos fundos de investimento estar-se-á buscando evitar práticas que não visam a busca de resultados vantajosos para os investimentos dos cotistas. Neste ponto vale destacar que entre os objetivos da governança corporativa aplicada aos fundos de investimentos está o aprimoramento do processo decisório, tal como ocorre internamente nas empresas ⁷⁸, todavia, nos fundos de investimento este aprimoramento não visa o interesse de longo prazo destes veículos de investimento, mas sim a obtenção de lucros por parte de seus investidores.

Para consecução dos objetivos da governança corporativa nos fundos de investimento acreditamos que os mecanismos a serem utilizados também decorrem de normas estatais, da autorregulação e de códigos aderidos de forma voluntária pelos participantes do mercado ⁷⁹, acrescidas de eventuais estruturas complementares exigidas pelos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de capitais.

A adoção de um sistema de governança corporativa sem dúvidas em alguns casos pode se mostrar custosa e demandar a adoção de medidas que alteram fluxos já instalados e rotinas operacionais já constituídas, entretanto, o que se nota na maioria das vezes é a resistência não apenas para os custos financeiros da implementação de um sistema de governança corporativa, mas sim um custo ideológico referente a mudança na forma que os gestores tomam suas decisões ⁸⁰. Nos fundos de investimento tal custo ideológico poderia ser atribuído principalmente aos administradores e aos gestores, mas não nos parece ser o caso, posto que tirando as hipóteses que em os cotistas atuam de alguma forma na gestão da carteira do fundo, o administrador e o gestor dentro de suas respectivas competências possuem poder absoluto de tomada de decisão, devendo respeitar apenas a diligência deles esperada pelos cotistas na defesa de seus interesses.

⁷⁷ ROQUE, Pamela Romeu. (ob. cit. p. 31).

⁷⁸ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. (ob. cit. p. 05).

⁷⁹ ROQUE, Pamela Romeu. (ob. cit. p. 50).

⁸⁰ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. (ob. cit. p. 08).

Por fim, cabe registrar que a aplicação dos conceitos e princípios de governança corporativa aos fundos de investimento, com as devidas adaptações, se mostra relevante ainda no sentido de poder evitar disfunções nos mercado de capitais como um todo, considerando a importante participação que os fundos de investimento desempenham neste mercado. Nesse mesmo sentido Mario Engler Pinto Junior defende a aplicação dos conceitos e técnicas da governança corporativa às empresas estatais ⁸¹.

⁸¹ PINTO JUNIOR, Mario Engler. **A Governança das Empresas Estatais: balanço e perspectivas**. In: ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (Coods.). **Governança Corporativa: avanços e retrocesso**. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 691-718.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS.

Com base em todos os pontos estudados no decorrer do presente trabalho, acreditamos que os fundos de investimento em certa medida já possuem organismos de governança corporativa em suas estruturas, principalmente no que se refere a prestação de informações e controle de terceiros contratados para auxiliar nos serviços de administração. Na regulamentação em vigor há disposições que demandam uma conduta diligente por parte do administrador, gestor e de todos aqueles que se envolvem na estrutura, sendo que para garantir tal diligência diversas estruturas devem ser implementadas e respeitadas.

O que no nosso entendimento precisa ser apurado é a abordagem que órgão regulador máximo do mercado de capitais e que o próprio mercado dá à questão da governança corporativa nos fundos de investimento.

As estruturas de controle existentes atualmente na regulamentação dos fundos de investimento precisam ser discutidas com um enfoque que aponte de maneira mais precisa sobre sua adequação às regras de governança corporativa. Em outras palavras, acreditamos que é preciso evoluir o debate sobre o tema governança corporativa em fundos de investimento, revisitando as estruturas já existentes, a forma como elas são hoje organizadas e quais outras precisam ser inseridas na dinâmica deste produto de investimento.

Considerando o papel dos fundos de investimento na economia nacional e que a poupança popular atua diretamente na injeção de recursos para a consecução deste produto de investimento, mostra-se necessário que estruturas que visem a condução dos trabalhos de forma mais ética e equânime sejam instituídas de modo mais ostensivo. Nesse sentido, ao considerar que a governança corporativa dos fundos de investimento está ligada à vertente *shareholder-oriented*, não foi desprezada a importância dos demais envolvidos na sua dinâmica, todavia, nos parece que a orientação primordial das atividades dos fundos de investimento de fato deve ser a consecução de lucro para os seus cotistas.

Deste modo, para que os fundos de investimento atendam à sua orientação basilar e não prejudiquem o desenvolvimento do mercado de capitais como um todo e de seus demais participantes, imperioso se faz fomentar o debate sobre as estruturas de governança corporativa a serem aplicadas, a fim assim de se criar um ambiente negocial com estruturas de proteção melhores definidas e delimitadas.

REFERÊNCIAS

CALADO, Luiz Roberto. **Regulação e autorregulação do mercado financeiro: Conceito, evolução e tendências num contexto de crise**. São Paulo: Saint Paul, 2009;

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime jurídico dos fundos de investimentos**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2012;

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise. Audiência Pública SDM nº 14/2011 – Processo CVM RJ-2007-11580**. Rio de Janeiro, 2015, p. 138-139. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html. Acesso em 18 mai. 2019;

_____. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 12 mai. 2019;

DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil: Uma abordagem da indústria dos fundos de investimento, voltada para a natureza da responsabilidade de seus administradores, sob a ótica dos novos princípios orientadores do direito privado e da regulamentação do setor**. São Paulo: Textonovo, 2005;

_____. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina, 2018.

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

_____. **O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977;

FIGUEIREDO, Luiz Fernando TIGRE, Lourenço Bastos. Gyorgy varga; Ricardo Leal (org.). **Gestores Independentes no Brasil: uma história de Sucesso – Gestão de investimentos e Fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006.

FREITAS, Ricardo dos Santos. **A responsabilidade civil dos Administradores de Fundos de Investimento**. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 2000;

_____. **Natureza jurídica dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2006;

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 21 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2017;

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Liv. E Ed, Universitária de Direito, 2001;

PERRICONE, Sheila. **Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores**. São Paulo: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, janeiro-março 2001, ano 4, n. 11;

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016;

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. In: CARVALHOSA Modesto. (Coord.). **Coleção tratado de direito empresarial**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**. 8 ed. São Paulo:Atlas, 2016;

QUEIROZ, José Eduardo carneiro. **O Conceito de Valor Mobiliário e a Competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil**. In. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999;

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **A Governança das Empresas Estatais: balanço e perspectivas**. In: ROSSETTI, Maristela Abla; PITTA, Andre Grunspun (Coods.). **Governança Corporativa: avanços e retrocesso**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

ROCHA, Tatiana Nogueira da. **Fundos de Investimentos e o Papel do Administrador: a indústria dos Fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e a obrigação dos seus administradores**. São Paulo: Textonovo, 2003;

ROQUE, Pamela Romeu. **Governança Corporativa de Banco e a Crise Financeira Mundial: análise comparativa de fontes do cenário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2017;

SADDI, Jairo. **Crise e Regulação Bancária: Navegando mares revoltos**. São Paulo: Ed. Textonovo, 2001;

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: 2ª e.d.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

LEGISLAÇÃO E JURISPRUDÊNCIA

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 07 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 10 mai. 2019.

_____ Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 13 nov. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13506.htm. Acesso em: 04 mai. 2019.

_____ Instrução nº 82 da Comissão de Valores Mobiliários, de 19 de setembro de 1988. Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 26 set. 1988. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst082.html>. Acesso em: 26 nov. 2018.

_____ Instrução nº 306 da Comissão de Valores Mobiliários, de 05 de maio de 1999. Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 10 mai. 1999. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst306.html>. Acesso em: 01 mai. 2019.

_____ Instrução nº 356 da Comissão de Valores Mobiliários, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 24 jan. 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>. Acesso em: 02 jun. 2019.

_____ Instrução nº 391 da Comissão de Valores Mobiliários, de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 18 jul. 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html>. Acesso em: 17 mai. 2019.

_____ Instrução nº 409 da Comissão de Valores Mobiliários, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 24 ago. 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html>. Acesso em: 10 jun. 2019.

_____ Instrução nº 542 da Comissão de Valores Mobiliários, de 20 de dezembro de 2013. Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 26 dez. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst542.html>. Acesso em: 30 mai. 2019.

_____ Instrução nº 543 da Comissão de Valores Mobiliários, de 20 de dezembro de 2013. Dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil,

Brasília, DF, 26 dez. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst543.html>. Acesso em: 02 jun. 2019.

_____. Instrução nº 555 da Comissão de Valores Mobiliários, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 23 dez. 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 13 mai. 2019.

_____. Instrução nº 558 da Comissão de Valores Mobiliários, de 26 de março de 2015. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 27 mar. 2015. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst558.html>. Acesso em: 29 abr. 2019.

_____. Instrução nº 582 da Comissão de Valores Mobiliários, de 22 de novembro de 2016. Altera a Instrução CVM nº 543, de 20 de dezembro de 2013, a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 23 nov. 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst582.html>. Acesso em: 02 jun. 2019.

_____. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 15/08. Suposto descumprimento do dever de diligência de administradores de carteira – supostas irregularidades na gestão de fundos de investimento. Absoluções. Almir Guilherme Barbassa, João Pinheiro Nogueira Batista, José Sérgio Gabrielli de Azevedo, Arnaldo José Vollet, BB Gestão de Recursos DTVM. Diretora Relatora: Luciana Dias. Rio de Janeiro, 28 fev. 2012. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120228_PAS_1508.pdf. Acesso em 02. Jun. 2019

_____. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12087. Violação dos deveres fiduciários estabelecidos no art. 65-A, da Instrução CVM nº 409/04. Irregularidades na administração de fundos de investimento. Operações irregulares no mercado de valores mobiliários. Absoluções, inabilitação e multa. BNY Administração de Ativos Ltda., BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira. Diretor Relator: Pablo Renteria. Rio de Janeiro, 24 jul. 2018. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180724_PAS_RJ201512087.html. Acesso em 27 mai. 2019.