FGV DIREITO SP

MESTRADO PROFISSIONAL

O CONFLITO DE INTERESSES DE ADMINISTRADORES E DE GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO À LUZ DA INTERPRETAÇÃO DO DIREITO SOCIETÁRIO

Stéphany Nogueira Brito

Projeto de pesquisa apresentado ao Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 04.07.2022

1. Tema, contexto e delimitação de escopo

O tema que o trabalho propõe é investigar o conflito de interesses dos administradores e gestores em detrimento dos fundos de investimento[1], aos quais são prestadores de serviços, tomando por base a ampla discussão do mesmo problema de conflitos já aplicada às sociedades empresárias, em especial, as sociedades anônimas[2].

---

[1] - A importância dos fundos de investimento para mercado de capitais nacional é inequívoca. Dada a ausência de gerência dos cotistas para fiscalizar efetivamente a atuação dos administradores e dos gestores, tais prestadores de serviço que, em tese deveriam agir de acordo com o regulamento do fundo, muitas vezes atuam conflitados e geram prejuízos ao fundo de investimento, e, indiretamente, aos cotistas. A dificuldade de prevenir o conflito de interesses de tais agentes baseia-se também na regulação branda, quando comparada com as normas aplicadas às sociedades, da Comissão de Valores Mobiliários sobre o assunto.

[2] - Com isso, o estudo proposto será sobre o tema de conflito de interesses de administradores e gestores de fundos de investimento à luz do já preconizado no Direito Societário, em especial na Lei n. 6406/1976 ("Lei das S.A.") nos artigos 115 e 156, para a resolução do mesmo empasse para sociedades anônimas.

Em que pese as instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") disponibilizarem aparatos para obstar a atuação conflitante, não parecer ser o bastante para impedir a conduta, tampouco mapeá-la de forma preventiva.

A pesquisa, sem pretensões de esgotar a análise de decisões relacionadas ao tema, também utilizará casos paradigmas julgados pelo Colegiado da CVM[3] como forma de ilustrar a importância prática deste debate.

Aproveitando o contexto atual da audiência pública da reforma da Instrução Normativa da CVM ("ICVM") n. 555 de 17 de dezembro de 2014 (normativa de regra geral aplicada a todos os tipos de fundos de investimento) o estudo proposto trará reflexões acerca de possíveis inspirações no Direito Societário, em especial na Lei n. 6406/1976 ("Lei das S.A."), nos artigos 115 e 156, a serem adotadas para as questões em fundos de investimento, seja por meio de propostas normativas, seja por meio de proposições práticas – sem que uma exclua a outra.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

2.1. Fontes de pesquisa e formas de acesso

Considerando que a experiência profissional da aluna não possibilita contato direto à fundos de investimento, apesar de ser pautada na prática do direito societário consultivo por aproximadamente oito anos no exercício da advocacia, poderá o estudo basear-se em (i) entrevista com profissionais administradores e/ou gestores de fundos de investimento; além de fundar-se (ii) na experiência profissional da aluna; em (iii) pesquisa bibliográfica doutrinária nacional; (iv) na pesquisa de julgados da CVM sobre a matéria, sem pretensões de esgotá-la; (v)

[3]- O Colegiado da CVM recentemente (2021) se pronunciou acerca de conflito de interesses ao apreciar o caso de um potencial conflito de interesses no Fundo de Investimento Imobiliário Grand Plaza Shopping – FII ("FII Grand Plaza") de seu cotista Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações ("CCP"), que estaria impedido de voto na Assembleia Geral de Cotistas que discutiu uma reestruturação decorrente da autuação pela Receita Federal do Brasil (RFB) pelo não recolhimento de tributação na FII Grand Plaza aplicável às pessoas jurídicas, pois a CPP também assumia a posição de construtora e incorporadora do empreendimento imobiliário investido pelo FII Grand Plaza. A propositura do Processo CVM nº 19957.000837/2021-11 referente ao caso foi feita pela administradora do FII Grand Plaza a Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda. O Colegiado da CVM, por maioria de votos, decidiu que conflito de interesses do artigo 24, §1º, VI, da Instrução CVM nº 472/08 deveria ser declarado pelo próprio cotista, não cabendo o impedimento de voto do cotista pelo administrador fiduciário (j. em 25.5.2021).

na análise de regulações normativas dos fundos de investimento da CVM; e, no estudo (vi) dos manuais e ofícios da ANBIMA e da (vi) legislação aplicável, em especial a Lei n. 6404/1976.

A bibliografia preliminar proposta para atender os itens acima, quando aplicável, encontra-se no capítulo 5 deste projeto.

2.2. Quesitos

Tendo como questão central a pergunta de "*como equacionar os conflitos de interesses de administrador e gestor de fundos de investimento nos exercícios de suas funções por inspiração na Lei das S.A.?*" será a pesquisa desenvolvida com base na orientação dos quesitos abaixo relacionados.

I) **Contextualização fática** – a fim de inserir o leitor nas premissas conceituais que envolvem o conflito de interesses, propõem-se os seguintes tópicos:

- O que significa conflito de interesses no Direito Societário?
- Qual o papel dos administradores e gestores no Fundo de Investimento e como se configura a atuação deles em conflito de interesses? (Para responder esse quesito propõe-se trazer situações concretas para a melhor compreensão do tema)
- O cotista possui ferramentas para verificar as atuações conflitadas dos prestadores de serviço de fundos de investimentos?

II) **Referencial teórico-normativo** – para a construir o raciocínio teórico-normativo do estudo seguem os tópicos de orientação:

- Quais são as normas do ordenamento jurídico brasileiro pertinentes?
- Sem pretensões de esgotar a análise de decisões relacionadas ao conflito de interesses em fundos de investimento, há situações

concretas relevantes de julgados do Colegiado da CVM a serem indicadas? Se sim, quais?

- Quais regras sobre o conflito de interesses que dispostas na Lei n. 6404/1976?
- A audiência pública para mudança da ICVM 555 traz alterações a serem ponderadas?

III) **<u>Abordagem analítica</u> –** foram elaboradas as seguintes questões para desenvolvimento da questão central do trabalho:

- As normas da CVM aplicáveis ao contexto trazem soluções adequadas para esse conflito?
- Quais as semelhanças entre os deveres das figuras do administrador e gestor ao órgão de administração de uma Sociedade Anônima? E quais as vantagens e desvantagens de aproximar os fundos de investimentos a sociedades empresárias para a resolução de conflitos de interesses em proteção do fundo de investimento?
- Em especial as interpretações do direito societário nacional no que diz respeito aos artigos 115 e 156 da Lei das S.A. podem servir de inspiração para regular o tema de conflito de interesses de forma mais robusta para os fundos de investimento? Se sim, de qual forma?

IV) **<u>Recomendações finais</u>** – para concluir com as proposições e/ou recomendações normativas seguem abaixo os quesitos de orientação:

- A inspiração no tratamento legal para as sociedades empresárias é a resposta para a maior proteção contra a atuações conflitadas de administradores e gestores de fundos de investimentos? Se sim, quais seriam as recomendações: (i) para os operadores do direito utilizarem desse raciocínio; (ii) para a CVM em sede de alteração de seus regulamentos que dispõe sobre o assunto.

- A audiência pública para alteração da ICVM trata do tema como se espera? Caso não, quais seriam as recomendações de alteração desta ICVM?

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

O conflito de interesses é a causa da grande maioria de litígios societários, inclusive, aqueles não judicializados. O tema já é bastante discutido dentro do Direito Societário especificamente nas relações sociais em sociedades, entretanto, no âmbito de fundos de investimento, em que tais situações também são verificadas, a discussão ainda se mostra insipiente do ponto de vista de prevenção do problema, pendendo a ser considerado apenas quanto à responsabilização civil do agente conflitado que atuou em prejuízo do fundo de investimento.

A inovação é tirar o debate do campo civilista relativo à reparação do dano e retorná-lo à área do Direito Societário, em que será discutido o conflito e a atuação conflitada em si.

O projeto demonstra, assim, grande relevância e potencial de impacto no ambiente prático:

(i) seja para provocar a inovação no tratar de conflito de interesses em fundos de investimento, que até o momento tem pendido para a responsabilidade civil decorrente e afastado, consequentemente, a discussão do âmbito societário, aproximando-o da atuação civilista;

(ii) seja na prática advocatícia, fomentando a defesa dos fundos de investimento e dos próprios cotistas, que são indiretamente afetados pela atuação conflitado do administrador e gestor do fundo;

(iii) seja, aspirando até, de modo ambicioso, servir como meio de inspiração para a CVM modificar, em sede da audiência pública para alteração da ICVM 555, a regra geral dos fundos de investimento, inspirada no tratamento mais robusto dado pela Lei das S.A. às hipóteses de conflito de interesses.

4. Familiaridade com objeto da pesquisa

Apesar de não possuir experiência direta na prática com fundos de investimentos, a aluna possui proximidade acadêmica básica com o tema, considerando as disciplinas que cursei sobre fundos de investimento em matéria avulsa do mestrado profissional da FGV-SP e no programa de pós-graduação *latu senso* em Direito Societário na mesma instituição.

Em ambos os contatos com a matéria gerou-se um incômodo com o fato de que o tema de conflito de interesses, que sempre foi pauta dos estudos da aluna, era tratado de forma branda em Fundos de Investimento.

Dada, pois, a experiência de quase oito anos ininterruptos com a prática advocatícia em direito societário consultivo e a proximidade do interesse acadêmico com fundos de investimento, a aluna busca a oportunidade de sanar os incômodos relativos ao tema com o estudo proposto.

5. Bibliografia preliminar

i. Livros e Teses:

ANDRADE, Thiago Pedroso de; COSTA, José Augusto Fontoura. Aspectos metodológicos do direito internacional do investimento. 2015. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2135/tde-15122015-133808/pt-br.php.

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

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O poder de controle na sociedade anônima. 6. ed. rev. e atual. - Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014.

DALMÁCIO, F. Z.; NOSSA, V. A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento. Brazilian Business Review (Portuguese Edition), [s. l.], v. 1, n. 1, p. 31–44, 2004. Disponível em: http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=23587128&lang=pt-br&site=eds-live.

DUFLOTH, Rodrigo Vinícius; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. A proteção jurídica do investidor em fundos de investimento. 2017. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais, Regime Jurídico. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar. 2008.

_____, Temas de Direito Societário. 1ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

FERREIRA MALAQUIAS, P.; DE ALMEIDA, T. S. Exercício De Direitos De Voto Por Entidades Gestoras De Fundos De Investimento Mobiliário. Actualidad Juridica (1578-956X), [s. l.], n. 30, p. 135–138, 2011. Disponível em: http://search.ebscohost.com.sbproxy.fgv.br/login.aspx?direct=true&db=aph&AN=74248591&lang=pt-br&site=ehost-live&scope=site.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses: formal ou substancial?. Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro, 128/225-262, out/dez., 2002.

_____, Conflito de interesses nas assembleias de S/A. SP: Malheiros Editores, 2ª ed., 2014.

_____, Parecer sobre: a natureza jurídica dos fundos de investimento; conflito de interesses apurado pela própria assembléia de quotista; quorum qualificado para destituição de administrador de fundo. Revista de Direito Empresarial, Curitiba, n. 6, p. 11-39, 2006.

FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

GRANDORI, Anna. Corporate governance and firm organization. Oxford: Oxford University Press, 2008.

HAUGEN, Robert. The New Finance: The Case Against Efficient Markets. New Jersey, Prentice Hall, 1995

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; CARVALHOSA, Modesto Souza Barros; WALD, Arnoldo. A responsabilidade civil da empresa perante investidores: contribuição à modernização do mercado de capitais. [S.l: s.n.], 2018.

MILNITZKY, Mariana Ester Tonelli Ventura; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. A regulação financeira e os fundos de investimento: uma análise da jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários

sobre os conflitos de interesse na gestão dos fundos de investimento. 2016.Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

MAXIMILIANO, Carlos. Hermenêutica e aplicação do direito, Rio de Janeiro: Forense, 2002.

MORELLI, Denis; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. A manipulação no mercado de capitais por administradores e acionistas controladores. 2019.Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

PRINDL, Andreas, PRODHAN, Bimal. The Act Guide lo Ethical Conflits in Finance. BlackweU, Londres, 1994

RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Conflitos de interesses nos fundos de investimento: aspectos Polêmicos. FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ROCHA, Tatiana Nogueira da. Fundos de Investimento e o Papel do Administrador. São Paulo: Ibmec Law, 2006.

SANTOS, Aline de Menezes; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A governança corporativa das empresas no Brasil: uma abordagem jurídica inspirada na nova economia institucional e na teoria organizativa. 2004. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SCHIOZER, Rafael Felipe; TEJERINA, Diego Lins de Albuquerque Pennachi. Risk Exposure and Net Flow in Investment Funds: Do Shareholders Monitor Asset Allocation?. Brazilian Review of Finance, [S.l.], v. 11, n. 4, p. 527-558, mar. 2013. ISSN 1984-5146. Disponível para acesso em: <http://bibliotecadigital.fgv.br.sbproxy.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/10295>.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. Governança corporativa e o conflito de interesses nas sociedades anônimas. São Paulo: Atlas, 2005 (série academia-empresa, n.2)

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. O Conselho de Administração na sociedade anônima: estrutura, funções, poderes e responsabilidade dos administradores. São Paulo: Atlas, 1999.

_____, Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da administração das companhias. In Reforma da Lei

das Sociedades Anônimas, coord. Jorge Lobo, Rio de Janeiro, Forense: 2002

WILNER, A. Conflitos de interesses entre investidor e administrador de fundos: evidências e mecanismos de controle no Brasil. 2000. [s. l.], 2000. Disponível em: http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=ir00572a&AN=fgv.10438.4865&lang=pt-br&site=eds-live. Acesso em: 26 out. 2020.

ii. Artigos, manuais e conteúdo digital:

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - AMBIMA

Ofício sobre conflito de interesses em fundos de investimento imobiliário (OF. DIR. 005/2021) – Disponível para acesso em: https://www.anbima.com.br/data/files/7E/56/38/83/1A63C71008D143C7882BA2A8/OF_DIR_005_2021_Conflito%20de%20Interesses.pdf

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC

Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa - Disponível para acesso em: https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138

ICI

ICI Mutual Funds Have Implemented Institutes Recommendations on Personal Investing. Issues in Mutual Fund Legislation and Regulation. Investment Topics. 21 de abril de 1995. Disponível para acesso em: http://www.ici.org/issues/implementjci Jecommendations.html

CFA Institute

Standard VI(A) Disclosure of Conflicts. Available at: Disponível para acesso em: https://www.cfainstitute.org/en/ethics-standards/codes/standards-of-practice-guidance/standards-of-practice-VI-A

Fiduciary Duty: Fiduciary Standard & Regulations. Disponível para acesso em: https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/fiduciary-duty

Comment letter to the Securities and Exchange Commission referred of standards of care currently required of broker-dealers and investment advisers. Disponível para acesso em: https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/comment-letter/2010-2014/20130703.ashx?la=en&hash=9F793AB93DDD36EDC1FF053E77BE4A23C63A4637

FCA (Financial Conduct Authority) – U.K.

The Governance of Unit-linked funds - October 2013 - Disponível para acesso em: https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/tr13-08.pdf

IOSCO (International Organization of Securities Commissions)

Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes – February 2018 - Disponível para acesso em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD590.pdf

Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes – March 2013 - Disponível para acesso em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf

FSB (Financial Stability Board)

Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities – January 2017 - https://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf

iii. Metodologia para a aplicação de direito comparado:

CALLEROS, Charles R. “Introducing Civil Law Students to Common Law Legal Method Through Contract Law. In: Journal of Legal Education, Vol. 60, Number 4 (May 2011), pp. 641-663.

MICHAELS, Ralf. “The functional method of comparative law”, In. (REISMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Richard, Eds.) The Oxford Handbook of Comparative Law. Oxford: Oxford University Press, 2006.

ZWEIGERT, K. KÖTZ, H. An Introduction to Comparative Law. Oxford: Oxford University Press, 1998. 3rd Ed.

iv. Lei e instruções Normativas basilares:

BRASIL. Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 578, de 30 de agosto de 2016. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 31 de agosto de 2016.

_____. Comissão de Valores Mobiliários Instrução Normativa nº 555, de 17 de novembro de 2014. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 23 de dezembro de 2014.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 409, de 18 de agosto de 2004. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 24 de agosto de 2004.

6. Cronograma de execução

	2022					2023												2024			
Atividade	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	Horas
Revisão do levantamento bibliográfico, legislativo e regulatório																					40
Coleta de informações de julgados da CVM																					50
Leitura e aprofundamento bibliográfico																					200
Análise e interpretação dos dados coletados																					50
Qualificação dos elementos de pesquisa e verificação do enquadramento de hipóteses																					30
Redação																					150
Revisão do texto																					100
Reunião com orientador																					50
Ajustes e revisões finais																					20
Depósito																					0