

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

O Dever de Fiscalização Imputado aos Administradores Fiduciários de Fundos de Investimento

Camila Tinoco

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

Versão de 07.10.2020

1. Tema, contexto e modelo de pesquisa predominante

O trabalho terá como tema a análise do dever imputado aos administradores fiduciários de fiscalizar a atuação dos gestores de recursos e demais prestadores de serviço dos fundos de investimento.

No início da indústria brasileira de fundo de investimento, falava-se apenas na figura do administrador, que exercia, além de atividades de natureza mais administrativa e de *back office*, a gestão de carteira propriamente dita.

Com o tempo e o desenvolvimento dessa indústria, os seus agentes começaram a se especializar, o número de prestadores de serviços aumentou significativamente e, nos fundos de gestão ativa, as atividades de gestão de recursos passaram a ser exercidas cada vez mais por gestoras independentes, alterando, do ponto de vista prático e negocial, o funcionamento da indústria de fundos.

A regulamentação não acompanhou (ao menos, não no mesmo ritmo) as mudanças ocorridas na dinâmica de funcionamento dos fundos de investimento. Mais recentemente, com a edição da Instrução CVM nº 558/2015, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM reconheceu, em certa medida, esse movimento ocorrido na indústria de especialização de seus prestadores de serviço e previu expressamente a existência de duas categorias de agentes autorizados a

exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários: (i) o administrador fiduciário; e (ii) o gestor de recursos.

No entanto, mesmo as novas normas editadas pela referida Autarquia ainda encaram os administradores como a figura central da indústria, embora, na prática atual, sejam os gestores os prestadores de serviço que, não raro, montam os fundos de investimento e lidam com os cotistas no dia a dia.

Ao manter os administradores fiduciários como o principal centro de imputação de deveres e responsabilidades da estrutura dos fundos de investimento, o regulador brasileiro visa a fazer com que os administradores atuem como *gatekeeper* dos fundos e de seus cotistas.

São diversos os pontos das normas em que se estabelecem obrigações dessa natureza aos administradores fiduciários, cabendo ressaltar, para fins do presente trabalho, o artigo 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014, o qual prevê a obrigação do administrador de “*fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo*”.

Em razão de seu conteúdo aberto, há uma dificuldade em delimitar, na prática, no que consiste o dever de fiscalizar e o que deve ser feito para atendê-lo. Além disso, existe, pelo menos, mais um fator que torna ainda mais complexa a definição do dever de supervisão atribuído aos administradores, qual seja, a grande diversidade dessa indústria que é composta por diferentes tipos de fundos, sendo que, em cada um desses tipos, os papéis dos administradores fiduciários ganham novos contornos.

Diante disso, o presente trabalho tem como objetivo analisar o dever de fiscalização atribuído aos administradores fiduciários dos fundos de investimento, buscando entender, em um primeiro momento, os motivos pelos quais a regulamentação brasileira atribuiu esse dever aos administradores fiduciários.

Em seguida, o presente trabalho analisará, por meio de uma ótica comparativa, se outras jurisdições também adotaram estratégias regulatórias semelhantes à brasileira e atribuíram a um participante da estrutura dos fundos de investimento o dever de supervisionar os demais prestadores de serviços.

Após essa análise comparativa, o presente trabalho se dedicará a identificar como o dever de fiscalização do administrador de fundos de investimento tem sido interpretado, na prática, pela CVM e pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN.

Espera-se, ao final das análises mencionadas acima, reunir elementos que possibilitem compreender de forma mais clara no que consiste o dever de fiscalização atribuído aos administradores fiduciários de fundos de investimento, permitindo, desse modo, o desenvolvimento de uma análise crítica da forma pela qual o dever de fiscalização foi imposto aos administradores pela regulamentação brasileira e a proposição sobre como essa obrigação de monitoramento deve ser compreendida pelos operadores do Direito.

Assim, o modelo de pesquisa predominante para o desenvolvimento do trabalho será o de resolução de um problema prático, qual seja, a ausência de delimitação clara do dever de fiscalização atribuído aos administradores fiduciários de fundos de investimento.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

Quesito 1: O que motivou a decisão da CVM de atribuir ao administrador fiduciário o *status* de *gatekeeper* e fiscal do funcionamento dos Fundos de Investimento? Quais são as consequências dessa escolha regulatória no funcionamento da indústria dos Fundos de Investimento?

Fontes e formas de acesso: Para resposta a esse quesito, as fontes objeto de pesquisa e estudo serão: (i) bibliografia (nacional e estrangeira) sobre: o dever fiduciário no Direito, o funcionamento dos fundos de investimento, o papel dos *gatekeepers* e a teoria da regulação; (ii) legislação nacional; (iii) regulamentação editada pela CVM; (iv) matérias jornalísticas sobre a

indústria dos fundos de investimento; (v) dados desta indústria divulgados pela ANBIMA em seu *website*; e (vi) entrevista com participantes do mercado, ex-Diretores da CVM e representantes da ANBIMA.

Quesito 2: Outras jurisdições adotaram estratégia regulatória semelhante à brasileira e elegeram um prestador de serviço da indústria de fundos para supervisionar as atividades exercidas pelos demais? Se sim, como esse dever de fiscalização é atribuído? Por meio de um conceito amplo e aberto, como no Brasil, ou por meio da exigência de que sejam adotados procedimentos e controles específicos?

Fontes e formas de acesso: Para resposta a esse quesito, as fontes objeto de pesquisa e estudo serão: (i) bibliografia estrangeira a respeito dos veículos de investimento coletivos existentes nos Estados Unidos e na União Européia; (ii) notas técnicas divulgadas pelo FMI a respeito da regulamentação do funcionamento de fundos de investimento em diferentes países (“*Technical Note on Fund Management - Regulation, Supervision and Systemic Risk Monitoring*”); e (iii) Relatórios elaborados pela *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO.

Quesito 3: Como a CVM e o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN vêm aplicando o dever de fiscalização do administrador fiduciário de fundos de investimento? Quais são os contornos desse dever à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento existentes?

Fontes e formas de acesso: Para resposta a esse quesito, as fontes objeto de pesquisa e estudo serão: (i) bibliografia (nacional) específica sobre Fundos de Investimento; (ii) decisões da CVM e do CRSFN; e (iii) Ofícios-Circulares e outras manifestações da CVM.

Quesito 4: Tendo em vista a análise regulatória, comparativa e empírica feita ao longo do presente trabalho, quais medidas os administradores fiduciários devem adotar para cumprir com o seu dever de fiscalização? Quais controles devem ser implementados?

Fontes e formas de acesso: Para resposta a esse quesito, as fontes objeto de pesquisa e estudo serão: (i) bibliografia (nacional e estrangeira) específica sobre Fundos de

Investimento, bem como bibliografia sobre *compliance*; (ii) decisões da CVM e do CRSFN; e (iii) Ofícios-Circulares e outras manifestações da CVM.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

Conforme mencionado, o presente trabalho tem como objeto o dever de fiscalização atribuído aos administradores fiduciários de fundos de investimento. A falta de clareza relacionada a este dever gera riscos para a indústria de fundos de investimento, que, atualmente, movimenta mais de 5 (cinco) trilhões de reais¹, podendo ocasionar uma elevação dos custos de funcionamento dos fundos ou, ainda, criar verdadeiras lacunas obrigacionais.

A doutrina ainda é escassa sobre a matéria, não tendo sido encontradas, entre a bibliografia preliminar lida para a elaboração desse projeto, análises quanto à aplicação, na prática, do dever de supervisão atribuído ao administrador fiduciário.

Por sua vez, a CVM e o CRSFN vêm, gradualmente, se manifestando mais sobre a delimitação dos deveres e atribuições dos administradores fiduciários e gestores de recursos dos fundos de investimento. No entanto, esses pronunciamentos ainda não possibilitam uma compreensão clara do que consiste, na prática, o dever de fiscalizar ora analisado.

Assim, o presente trabalho tem o potencial de contribuir para os debates havidos no âmbito dos participantes do mercado e dos reguladores brasileiros a respeito das atribuições dos administradores fiduciários, bem como fornecer aos operadores do Direito parâmetros objetivos sobre como deve ser compreendido o dever de supervisão, pelos administradores, das atividades dos demais prestadores de serviço dos fundos de investimento, principalmente, dos gestores de recursos.

¹ Segundo informe diário divulgado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA, em 05/06/2020, o valor do patrimônio líquido dos fundos de investimento no Brasil era de R\$ 5.331.762.942.364,89 (cinco trilhões, trezentos e trinta e um bilhões, setecentos e sessenta e dois milhões, novecentos e quarenta e dois mil, trezentos e sessenta e quatro reais e oitenta e nove centavos).

O estabelecimento, *ex ante*, de parâmetros mais claros a respeito do que se espera que um administrador fiduciário faça no exercício do seu dever de fiscalização contribui para um funcionamento ainda mais eficiente dessa indústria que representa uma parcela tão expressiva do Mercado de Capitais brasileiro.

4. Familiaridade do pesquisador com o objeto da pesquisa

Como advogada, atuo na área de Mercado de Capitais, prestando serviços – de consultivo e contencioso – a instituições financeiras de grande projeção nacional e internacional.

Na minha experiencial profissional, lido frequentemente com as questões que estes clientes enfrentam na posição de administrador fiduciário de fundos de investimento e os maiores embates – tanto no âmbito regulatório quanto no âmbito judicial – costumam discutir se era ou não dever do administrador fiduciário impedir ou detectar, no exercício do seu dever de fiscalização, determinado incidente relacionado ao fundo sob sua administração.

Acredito que a minha experiência me possibilite ter uma visão aprofundada de como a atribuição do *status* de *gatekeeper* aos administradores fiduciários afeta o funcionamento da indústria dos fundos de investimento.

5. Bibliografia preliminar

ALONSO, Félix Ruiz. “Os Fundos de Investimentos”. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, nº 91.

ANDRADE, Rafael. “Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento”. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 88, abril-junho, 2020.

BERNARDO VIANNA FREITAS e FERNANDA VERSIANI (Coords.). Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

BORGES, Florinda Figueiredo. Os Fundos de Investimento: Reflexões sobre a sua natureza jurídica. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). Direito societário contemporâneo I. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dez. 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

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

COFFEE JR., John C. Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance. University Press, 2006.

COMISSÃO de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 555/2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento.

_____. Instrução CVM nº 558/2015. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

_____. Ofício-Circular CVM/SIN 05/14, de 21 de nov. de 2014. Orientações sobre procedimentos relativos ao funcionamento de fundos de investimento, registro de investidor não residente e às atividades de administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários.

DIAS, Luciana. “CVM avança na diferenciação de gestores e administradores de fundos”. In: Capital Aberto, 06 de setembro de 2018.

_____. “Fundos de Investimento em Direitos Creditórios: o arcabouço regulatório construído para minimizar o risco de fraude e prestadores de serviço como *gatekeepers* na indústria de FIDCs”. In: HANSZMANN, Felipe. Atualidades em direito societário e mercado de capitais, vol. IV. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006.

DUFLOTH, Rodrigo. A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris Direito, 2017.

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

- FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- FRANKEL, Tamar. *Legal Duties of Fiduciaries – Definitions, Duties and Remedies*. Alaska: Fathom Publishing, 2012.
- GAGGINI, Fernando Schwaz. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito Ltda., 2001.
- HAENSEL, Taimi. *A Figura dos Gatekeepers*. Almedina, 2014.
- KALANSKY, Daniel; LORIA, Eli. *Processo Sancionador e Mercado de Capitais III: Estudo de Casos e Tendências; julgamentos da CVM*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.
- KOWARSKI, Clarissa Maria Beatriz Brandão de Carvalho; NUNES, Bárbara Nogueira; e TIBÚRCIO, Dalton Roberto. “A Ausência de Personalidade Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações e o Conceito Legal de Acionista Controlador”. In: *RJLB – Revista Jurídica Luso-Brasileira*, ano 4 (2018), nº 4.
- KRAAKMAN, Reinier H. *Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*. *Journal of Law, Economics and Organization*. v.2, n.2, *Spring* 1986.
- KRUEGER, Anne. *The Political Economy of the Rent-Seeking Society*. *The American Economic Review*, vol. 64, no. 3, 1974, pp. 291–303.
- LAFFONT, Jean-Jacques; TIROLE, Jean, *The Politics of Government Decision-Making: A Theory of Regulatory Capture*, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 106, Issue 4, November 1991, pp. 1089–1127.
- LANDAU, Robert I.; Peluso, Romano I. *Corporate Trust Administration and Management*. 6ª edição. Pensilvânia: Infinity Publishing, 2012.
- LORIA, Eli. *Pareceres em Direito Societário e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.
- MATIAS, Tiago dos Santos; LUÍS, João Pedro A.. *Fundos de Investimento em Portugal*. Coimbra: Almedina, 2008.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Volume I, Tomos I e II. 1ª edição. Rio de Janeiro: FGV, 2015.
- MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundos de investimento em participações*. São Paulo: Almedina, 2017.

NAMJESTNIK, Kenneth J. Trust Risk Management – Assessing and Controlling Fiduciary Risk. 1ª edição. Illinois: Bankers Publishing, 1992.

PAVIA, Eduardo. Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PIRES, Daniela Marin. Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). 2ª edição, São Paulo: Almedina, 2015.

SZTAJN, Rachel. “Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário”. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1994, jan.-mar., n 93.

YAZBEK, Otávio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

_____. “A Lei nº 13.874/2019 e os Fundos de Investimento”. In: SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coords.). Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro. 1ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020.

WALD, Arnoldo. “Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário”. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1990, out. – dez., nº 80.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Fundamentos e Desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

8. Cronograma de execução

Atividade	2020					2021												Horas
	08	09	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Levantamento bibliográfico e de casos julgados	15	15																30h
Leitura e fichamento de bibliografia e de casos julgados	15	15	30															60h
Entrevistas				15														15h
Redação do Capítulo 1 (Introdução)				10	15													25h
Redação do Capítulo 2					15	20												35h
Redação do Capítulo 3							25	20										45h
Redação do Capítulo 4								10	25	10								45h
Redação do Capítulo 5 (Conclusão)										15	30							45h
Conclusão da Redação												20						20h
Revisão												10	30					40h