

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO – FND

**DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS GESTORES E ADMINISTRADORES DE
FUNDOS DE INVESTIMENTO: ANÁLISE DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR Nº RJ2015/12087**

BEATRIZ BARBOSA MIDEA LASMAR

Rio de Janeiro

2022

BEATRIZ BARBOSA MIDEA LASMAR

**DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS GESTORES E ADMINISTRADORES DE
FUNDOS DE INVESTIMENTO: ANÁLISE DO PROCESSO ADMINISTRATIVO
SANCIONADOR N° RJ2015/12087**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**

Rio de Janeiro

2022

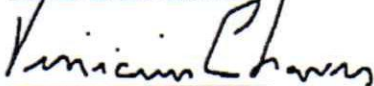
BEATRIZ BARBOSA MIDEA LASMAR

DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS GESTORES E
ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO: ANÁLISE DO
PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº RJ2015/12087

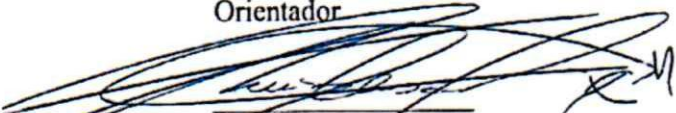
Monografia de final de curso,
elaborada no âmbito da graduação
em Direito da Universidade Federal
do Rio de Janeiro, como pré-
requisito para obtenção do grau de
bacharel em direito, sob a orientação
do Prof. Dr. Vinicius Figueiredo
Chaves.

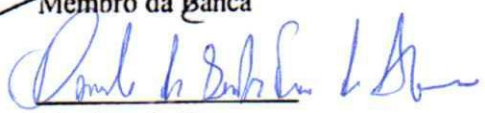
Data de aprovação: 15/07/2022

Banca examinadora:



Orientador


Membro da Banca


Membro da Banca



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas
Faculdade Nacional de Direito
Coordenação de Monografia

ATA DE APRESENTAÇÃO DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

DATA DA APRESENTAÇÃO: 15 / 07 / 2022

Na data supramencionada, a **BANCA EXAMINADORA** integrada pelos (as) professores (as)

1. Prof. Dr. Vinicius Figueiredo Chaves (UFRJ) - Orientador

2. Prof. Msc. Luiz César Martins Loques (UNISAL)

3. Profa. Msc. Daniela dos Santos Ferreira de Almeida (UERJ)

4. _____

Reuniu-se para examinar o **TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO - TCC** do discente:

NOME COMPLETO DO ALUNO:

Beatriz Barbosa Midea Lasmar

DRE _____

TÍTULO DA MONOGRAFIA:

OS DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS GESTORES E ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO SOB A ÓTICA DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº RJ 2015/12087

APÓS A EXPOSIÇÃO DO TRABALHO DE MONOGRAFIA PELO (A) DISCENTE, ARGUIÇÃO DOS MEMBROS DA BANCA E DELIBERAÇÃO SIGILOSA, FORAM ATRIBUÍDAS AO DISCENTE AS SEGUINTE NOTAS POR EXAMINADOR (A):

	Respeito à Forma (Até 2,0)	Apresentação Oral (Até 2,0)	Conteúdo (Até 5,0)	Atualidade e Relevância (Até 1,0)	TOTAL
Prof. Orientador(a)	1,5	2,0	5,0	1,0	9,5
Prof. Membro 01	1,5	2,0	5,0	1,0	9,5
Prof. Membro 02	1,5	2,0	5,0	1,0	9,5
Prof. Membro 03					
				MÉDIA FINAL	9,5

OBS: Professor Orientador tem prerrogativa de referenciar as notas dos membros da BANCA EXAMINADORA assinando por todos.

Assinatura do PROF. ORIENTADOR (A):

NOTA: 9,5

Assinatura PROF. MEMBRO 01:

NOTA: 9,5

Assinatura PROF. MEMBRO 02:

NOTA: 9,5

Assinatura PROF. MEMBRO 03:

NOTA: _____

MÉDIA FINAL (Disciplina MONOGRAFIA JURÍDICA III):

9,5

Rua Moncorvo Filho, 8 - Centro, Rio de Janeiro - RJ, CEP 20211-340
Telefone: 21 3938-1009 E-mail: monografia@direito.ufrj.br
www.fnd.ufrj.br

CIP - Catalogação na Publicação

L345d Lasmar, Beatriz Barbosa Midea
Os deveres e responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento: análise do processo administrativo sancionador n° RJ2015/12087 / Beatriz Barbosa Midea Lasmar. -- Rio de Janeiro, 2022.
70 f.

Orientador: Vinicius Figueiredo Chaves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

1. PANORAMA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO . 2. GESTOR E ADMINISTRADOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO . 3. O RISCO E A RESPONSABILIDADE DOS GESTORES E ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO . 4. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR N° RJ2015/12087. I. Chaves, Vinicius Figueiredo, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

RESUMO

O presente trabalho tem por finalidade analisar os deveres e responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento a partir da análise do Processo Administrativo Sancionador RJ 2015/12087. Para tanto, buscou-se identificar quem são os gestores e administradores de fundos de investimento e assim, foi analisado brevemente o contexto do mercado de capitais e dos fundos de investimento. Após, foi realizado exame objetivando entender os deveres e as responsabilidades de modo isolado, por meio dos materiais já publicados e de alguns julgados da Comissão de Valores Mobiliários. Nesse sentido, traçados o cenário e os conceitos iniciais, foi possível aprofundar os deveres e responsabilidades dos gestores e administradores conjuntamente para, então, examinar tais conceitos a partir do Processo Administrativo Sancionador RJ 2015/12087. A análise dos deveres e responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento é fundamental para a evolução do mercado, mas, principalmente, para a higidez nas operações de fundos de investimentos e a proteção dos investidores de varejo. De modo geral, verificou-se que a ausência de obrigações concretas decorrentes dos deveres representa significativa ineficiência à responsabilização dos prestadores de serviço.

Palavras-chave: Deveres; Responsabilidades; Gestores; Administradores; Fundos de Investimento.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to analyze the duties and responsibilities of investment fund managers and administrators based on the analysis of Administrative Sanctioning Process RJ 2015/12087. For this purpose, it was identified who are the managers and administrators of investment funds and, thus, the context of the capital market and investment funds was briefly analyzed. Then, an examination was conducted aiming to understand the duties and responsibilities in an isolation, by means of the materials already published and some judgments of the Securities and Exchange Commission of Brazil. Once the scenario and the initial concepts were outlined, it was possible to delve into the duties and responsibilities of managers and administrators together in order to then examine such concepts based on Administrative Proceeding RJ 2015/12087. The analysis of the duties and responsibilities of investment fund managers and administrators is fundamental for the development of the market, but mainly for the integrity of investment fund operations and the protection of retail investors. In general, it was found that the absence of concrete obligations arising from the duties represents a significant inefficiency in the liability of these service providers.

Keywords: Duties; Responsibilities; Investment funds; Manager; Administrator.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	7
2. PANORAMA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	9
2.1. Natureza jurídica e principais características dos fundos de investimento	10
2.1.1. Teoria de comunidade de bens não condominial	11
2.1.2. Teoria da propriedade fiduciária	11
2.1.3. Teoria da propriedade em mão comum	12
2.1.4. Teoria da organização associativa	12
2.1.5. Teoria condominial	13
2.2. Principais características dos fundos de investimento	15
3. GESTOR E ADMINISTRADOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO	17
3.1. Deveres e responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento	20
3.1.1. Dever fiduciário	21
3.1.2. Dever de diligência	23
3.1.3. Dever de lealdade	24
3.1.4. Dever de probidade	26
3.2. Deveres e obrigações dos gestores e administradores	27
3.2.1 Obrigações dos administradores do fundo de investimento	26
3.2.2 Obrigações dos gestores de fundos de investimento	31
4. O RISCO E A RESPONSABILIDADE DOS GESTORES E ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	33
4.1. Risco na indústria de fundos de investimento	33
4.2 Responsabilidade dos gestores e administradores de fundos de investimento	37

4.3 Responsabilidade dos administradores de fundos de investimento	38
5. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº RJ2015/12087	44
5.1. Os deveres e responsabilidades do administrador	48
5.2. Os deveres e responsabilidades do gestor	50
5.3. Breve análise do processo à luz das novas normas	54
6. CONCLUSÃO	58
7. REFERÊNCIAS	60

1. INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento, um dos mais importantes veículos de investimento da poupança popular no país, possuem um papel fundamental na economia brasileira. A fim de proteger os poupadores, a CVM realiza a fiscalização dessa indústria.

No âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087 foi analisada a responsabilidade do gestor e do administrador do fundo de investimento, em decorrência de supostas violações aos deveres desses prestadores de serviço.

Nesse sentido, o presente estudo tem como objetivo geral analisar as responsabilidades e os deveres dos gestores e administradores de fundos de investimento, sob a ótica do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087.

Visando abordar a problemática sobre quais são as responsabilidades e os deveres dos administradores e gestores de fundos de investimento, esse trabalho justifica-se pelo fato do Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2015/12087 tratar, no limite, de um fundo que gere recursos financeiros pertencentes a trabalhadores, pensionistas e aposentados.

Dessa forma, a presente pesquisa não apenas busca aprofundar o tema, objetivando contribuir para a higidez do mercado e suas operações, mas também de analisar o assunto, uma vez que é fundamental para proteção do investidor de varejo e da poupança popular.

Nesse sentido, o objetivo dessa pesquisa é analisar as responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento com base no PAS nº RJ2015/12087. De forma mais específica, procurou-se:

- identificar quem os administradores e gestores de fundos de investimento
- identificar quais são os deveres e as responsabilidades dos administradores e gestores de fundos de investimento a partir da análise de alguns julgados da CVM

- analisar os materiais de estudo já publicados sobre os deveres e as responsabilidades desses prestadores de serviço dos fundos de investimento
- relacionar o Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2015/12087 com os deveres e responsabilidades dos administradores e gestores de fundos de investimento
- analisar o impacto dos deveres e responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento para fins de proteção do investidor e da poupança popular

A metodologia utilizada compreendeu uma pesquisa básica, de abordagem qualitativa e de caráter exploratório, a partir de uma revisão bibliográfica e do aprofundamento de um estudo de caso, apresentando uma visão geral sobre as responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento.

2. PANORAMA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A Lei 6.385/1976¹ instituiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal responsável pela regulação de parte do Sistema Financeiro Nacional, o mercado de capitais. Dentre as principais suas funções, a CVM possui, em linhas gerais, competência para regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários.

Apesar da sua notória importância para o segmento de fundos de investimentos, no passado tal cenário já foi diferente. A competência, em relação aos fundos, era dividida com o Banco Central do Brasil, a depender da composição da carteira do condomínio.

A partir de 2001, porém, com a promulgação da Lei 10.303, que alterou a lei 6.385/1976, foi incluído como valor mobiliário as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários, tornando-se, portanto, competência plena da CVM.

O aprimoramento da regulação não apenas impactou o desenvolvimento da indústria de fundos, mas também contribuiu para a construção da proteção do investidor, principalmente os de varejo. Nesse sentido, com a discussão dos deveres e responsabilidades de gestores e administradores de fundos, há uma maior confiança desse mercado, o que contribui para o seu crescimento.

Segundo José Morone, a respeito do mercado financeiro e de capitais, “A regulamentação de suas atividades deve acompanhar de perto sua evolução, de forma a permitir o constante aperfeiçoamento das instituições, dos profissionais, das companhias e, fundamentalmente,

¹ Art. 5º, Lei 6.385: “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”

proporcionar proteção aos investidores”². A importância do presente trabalho então reside, primordialmente, em analisar temáticas que contribuam para a proteção do investidor³.

A indústria de fundos de investimento, de acordo com a ANBIMA⁴, possui em custódia, mais de 7 trilhões de reais, em comparação com o primeiro histórico de registro, de dezembro de 1972, que possuía pouco mais de 25 milhões de reais.

Em decorrência do crescimento dessa indústria, a CVM utiliza seu poder de fiscalização para analisar os participantes do mercado de valores mobiliários. Caso seja apurado algum tipo de prática ilícita, a autarquia utiliza seu poder de polícia, a fim de punir, na esfera administrativa, as atividades consideradas praticadas em desacordo com a regulação da CVM.

A partir do processo administrativo sancionador a CVM pode impor sanções, desde multa até inabilitação para exercício do cargo, incluindo suspensão e cassação da autorização ou registro dos participantes do mercado de capitais⁵.

No entanto, para fins de compreensão das responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento, é necessário realizar uma análise breve da natureza

² MORONE, José O. F. C. **A indústria de fundos de investimento no Brasil**: o poder regulamentar como garantia ao investidor e a responsabilidade civil do administrador de fundos. Orientador: Fernando A. Albino de Oliveira. 2005. 947 p. Tese (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <<https://tede.pucsp.br/bitstream/handle/7657/1/Jose%20Oswaldo%20Fernandes%20Caldas%20Morone.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2022. p. 48

³ Essa proteção, em conformidade com Morone, não se confunde com a limitação da autonomia do investidor, procura-se evitar abusos decorrentes de assimetrias informacionais, conflitos de interesses e outros abusos praticados pelos participantes do mercado (MORONE, José O. F. C. Op. Cit. p. 57)

⁴ De acordo com a Consolidação do Histórico da Indústria de Fundos de Investimento, o mercado de fundos de investimento acumula aproximadamente, em dezembro de 2021, R\$ 7.15 trilhões. (**CONSOLIDADO Histórico de Fundos de Investimento: Abril/2022**. [S. l.], 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 14 jun. 2022.)

⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM Educacional. **A ação fiscalizadora e o poder da CVM**. [S. l.]. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/A_acao_fiscalizadora_e_os_poderes_CVM.html. Acesso em: 14 jun. 2022.

jurídica dos fundos, a fim de que seja viável delimitar, com mais clareza, os prestadores de serviço do mencionado trabalho.

2.1 Natureza jurídica e principais características dos fundos de investimento

Os fundos de investimento são uma espécie de investimento coletivo, que, dentre suas principais características, apresentam enorme versatilidade. Podem assumir várias formas, sendo a mais comum com a presença de vários cotistas, em decorrência, inclusive, da sua natureza de condomínio. Nesse sentido, a partir dessa comunhão de recursos, é possível adquirir ativos com melhor remuneração em relação ao seu risco.

De acordo com a Instrução CVM nº 409 e os artigos 49 e 50 da Lei 4.728, os fundos de investimento podem ser definidos como “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução”⁶.

Mesmo com a conceituação inequívoca da Comissão de Valores Mobiliários, a doutrina empresarial discute a natureza jurídica desse instituto. A fim de tratar o assunto, os autores dividiram, resumidamente, em 5 (cinco) correntes, que entendem os fundos a partir da teoria: (i) da comunidade de bens não condominial, (ii) da propriedade fiduciária, (iii) da propriedade em mão comum, (iv) organização associativa e (v) condominial.

2.1.1 Teoria de comunidade de bens não condominial

Para a teoria de comunidade de bens não condominial, entende-se que os fundos de investimento podem ser objeto de uma comunhão de direitos, em sentido mais amplo, sem que

⁶ Art. 2º, caput, da Instrução CVM nº 409

haja o condomínio⁷, ou seja, sem que haja o direito real da propriedade compartilhado entre os investidores, como defende a teoria condominial, que será analisada em breve⁸.

2.1.2 Teoria da propriedade fiduciária

A teoria da propriedade fiduciária, advinda do instituto jurídico inglês – o *trust*⁹ – compreende que a propriedade pertence a quem detém o bem, ou seja, o administrador. Para que a relação entre os cotistas e o administrador seja estabelecida, há a necessidade de mandato¹⁰.

2.1.3 Teoria da propriedade em mão comum

Considerando a teoria da propriedade em mão comum, é aplicada a concepção alemã do fundo, na qual há a valorização da coletividade em detrimento do indivíduo¹¹. Como características, pode-se citar que não é possível que o bem seja dividido, pois a coletividade o detém e, ainda, no resguardo de dívidas individuais, mais uma vez prestigiando a coletividade¹².

2.1.4 Teoria da organização associativa

A teoria, talvez com maior receptividade entre os doutrinadores, seria a de que os fundos de investimentos possuem natureza de organização associativa, mais especificamente enquanto organização societária.

⁷ FREITAS, 2005, p. 185 apud VAZ TOMÉ, 1999, p. 186

⁸ FREITAS, 2005, p. 159 apud SILVA, 1980, p. 376.

⁹ “Implica o *trust* a transferência de uma propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, a um terceiro denominado *trustee*, a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefício de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do *trust*” (SALOMÃO NETO, Eduardo. O *trust* e o direito brasileiro. São Paulo: Trevisan Editora, 2016).

¹⁰ FREITAS, op. Cit. p.190.

¹¹ FREITAS, op. Cit. p. 187

¹² FREITAS, op. Cit.

Ricardo Freitas, autor que se alinha com tal teoria, entende que, pelo art. 981¹³ do Código Civil, os elementos fundamentais para a identificação de uma sociedade são a contribuição, seja com bens ou serviços; exercício de atividade econômica e divisão dos lucros.¹⁴

Nesse sentido, o autor entende que os fundos possuem tais características¹⁵, na medida em há (i) a necessidade do aporte, caracterizando a contribuição; (ii) o exercício de atividade econômica, já que possui afetação para investimentos e; (iii) a divisão dos lucros, sendo um dos principais objetivos, senão o principal, dos fundos de investimento.

2.1.5 Teoria condominial

E, por fim, tem-se a teoria adotada pela CVM, qual seja a condominial. De acordo com essa tese, os fundos de investimentos são considerados enquanto condomínio, instituto do direito civil, mais especificamente do direito real, disposto nos artigos 1.314 ao 1.358-U.

De acordo com Caio Mário¹⁶, “dá-se condomínio, quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes”.

Para o autor, a fim de que haja a comunhão, cada condômino deve possuir direito uma fração ideal da coisa, ou seja, do seu direito. A partir dessa fração, os coproprietários possuem direito uso, gozo e disposição¹⁷, no limite do seu direito e dos demais sujeitos que detém o bem.

¹³ Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.

¹⁴ PAVIA, Eduardo C. **Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento privado**. Orientador: Ivo Waisberg. 2014. 183 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/6726>. Acesso em: 14 jun. 2022. p. 45

¹⁵ PAVIA, Op. Cit., p. 45-46

¹⁶ PEREIRA, Caio M. da S. **Instituições de direito civil – V. II / Atual**. Guilherme Calmon Nogueira da Gama. – 29. ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Forense, 2017. P. 174

¹⁷ FREITAS, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2006

Apesar do instituto, esteticamente, parecer adequar-se ao regime jurídico dos fundos de investimento, as regras do Código Civil não são perfeitamente cabíveis.

Segundo, o art. 1.318, por exemplo, existe a possibilidade das dívidas contraídas por um dos condôminos em proveito da comunhão, e durante ela, obrigarem o contratante; com direito de ação regressiva contra os demais. Na regulação sobre fundos de investimento, inexistente tal possibilidade de os condôminos serem titulares de dívida em decorrência de outros participantes do condomínio.

Dada a discussão doutrinária, esse trabalho se filia então à ideia de que os fundos de investimento são sim condomínios, mas de natureza *suis generes*. De acordo com Arnaldo Wald, em decorrência dessa natureza, inclusive, os fundos podem adquirir e transmitir direitos, atuar em juízo e exercer atos da vida comercial¹⁸.

Fernando Gaggini também concorda com tal natureza do fundo, mas ressalta a necessidade de regras próprias para esse instituto ser regido, não devendo ser aplicada as normas de condomínios do Código Civil¹⁹.

Fundamental ainda se mostra pontuar que o legislador infraconstitucional também se posiciona de acordo com a natureza jurídica do fundo de investimento enquanto condomínio especial.

Para também sanar as infinitas discussões doutrinárias, foi editada a Lei 13.874/2019, a Lei da Liberdade Econômica. De acordo com tal normal, o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio especial. Ainda, a lei da também

¹⁸ WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. Revista Forense, vol. 309, jan.-fev.-mar. 1990, p. 11

¹⁹ GAGGINI, Fernando Schwarz. Fundos de Investimento no Direito Brasileiro. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001. p. 47-48

esclarece que, como discutido por diversos doutrinadores, as disposições sobre condomínio presentes no Código Civil (art. 1.314 a 1358) não se aplicam aos fundos de investimento. Por fim, ainda estabelece que compete à CVM disciplinar os demais tópicos relacionados ao assunto.

Até então, foi possível analisar as principais correntes sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, a fim de iniciar o exame das principais características dos desse instituto. Todavia, agora partindo da ideia de que se trata, em linhas gerais, de um condomínio *suis generes*.

2.2 Principais características dos fundos de investimento

Sem o objetivo de discorrer todas as características dos fundos, cabe ressaltar que um importante atributo dos fundos de investimento trata a respeito da sua personalidade jurídica, pois, no limite, determina como serão exercidos os direitos e obrigações dos fundos.

Novamente, dado que se trata do instituto de direito civil - o condomínio – cabe analisar, novamente, a doutrina civilista. Apesar das discussões, a doutrina majoritária entende que o condomínio não possui personalidade jurídica. Porém, novamente, é importante realizar uma ressalva, pois o fundo não se encaixa nas regras dispostas no Código Civil, em decorrência da sua natureza *suis generes*.

Ainda que os fundos não possuam personalidade jurídica, esses condomínios tem a prerrogativa de realizar diversas ações que os entes despersonalizados não possuem. De acordo com Arnoldo Wald (1990), é possível notar isso, pois a própria CVM²⁰ entende que os ativos do fundo devem ser obtidos em nome do mesmo, podendo, assim, realizar o exercício de seus direitos.

²⁰ Art. 2.º, § 8.º, da Instrução 409/2004: “Os registros a que se referem os §§ 3.º, e 5.º, inciso II, deste artigo deverão ser realizados em contas de depósito específicas, abertas diretamente em nome do fundo. Já o artigo (art. 56, § 2.º) que trata dos serviços de gestão estatui que o gestor deve negociar em nome do fundo os ativos financeiros de sua carteira.”

Além disso, o autor entende que há outro traço da personalidade jurídica nos fundos, uma vez que possuem capacidade processual para atuar em juízo e também por terem patrimônio e contabilidade autônomos.

No entanto, para que essas atividades sejam realizadas, o fundo precisa de prestadores de serviços. Feita a análise da natureza jurídica dos fundos de investimento, bem como suas principais características, passamos agora para o aprofundamento do conceito e finalidades destes.

3. GESTOR E ADMINISTRADOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

De acordo com o art. 56 da Instrução CVM nº 409, o fundo deve ser administrado de modo a concretizar seu funcionamento e manutenção, podendo o serviço de gestão da carteira do condomínio ser prestado apenas pelo administrador ou também por meio de terceiros por ele contratados.

A Instrução CVM nº 306 trata mais especificamente sobre o tema, na medida em que traz os requisitos necessários para a administração de carteiras²¹. Porém, de antemão, cumpre mencionar que as Instruções CVM nº 409 e 306, apesar de serem estudadas no presente trabalho em decorrência do Processo Administrativo Sancionador analisado, encontra-se, atualmente, revogados em relação à regulação da CVM. Por isso, no presente trabalho, apesar dos termos utilizados pela autarquia, será feita diferenciação entre os chamados administradores do fundo.

Nesse sentido, o administrador do fundo será o que possui os deveres mais burocráticos, ligados à efetiva manutenção do fundo, descrito pelo art. 56 da Instrução CVM nº 409. O gestor, por outro lado, será o responsável pela carteira de ativos do fundo, tendo como principais funções a análise e seleção de ativos para a carteira. Feito esse esclarecimento, é possível entender, de forma mais objetiva, os papéis de cada prestador de serviço.

²¹ Art. 4o A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida a pessoa natural domiciliada no País que tiver:

I – graduação em curso superior, em instituição reconhecida oficialmente, no País ou no exterior;

II - experiência profissional de: a) pelo menos três anos em atividade específica diretamente relacionada à gestão de recursos de terceiros no mercado financeiro; ou b) no mínimo cinco anos no mercado de capitais, em atividade que evidencie sua aptidão para gestão de recursos de terceiros; e

III - reputação ilibada.

§1o A CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento ao requisito previsto no inciso I deste artigo, desde que comprovada a experiência profissional exigida no inciso II deste artigo de, no mínimo, sete anos. §2o A CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento ao requisito previsto no inciso II deste artigo, desde que o interessado possua notório saber e elevada qualificação em área do conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

§3o Não é considerada como experiência profissional, para fins do atendimento ao requisito previsto no inciso II deste artigo, a atuação do interessado como investidor no mercado de valores mobiliários ou a administração de recursos de terceiros de forma não remunerada.

§4o Para efeito de comprovação da experiência prevista na letra "b" do inciso II e no § 1o deste artigo, o interessado deve submeter à apreciação da CVM requerimento justificando objetivamente o seu entendimento de que está qualificado para administrar carteiras de valores mobiliários de terceiros. (NR)

Para que o administrador possa atuar como tal, a CVM, na Instrução CVM nº 306, estabelece alguns requisitos tanto para a pessoa física, quanto para a pessoa jurídica, devendo essas serem credenciadas junto à autarquia federal.

Ainda, importante destacar que, dentre as prerrogativas do administrador²², esse tem a faculdade de contratar terceiros para atuação no fundo. Caso não haja o interesse nessa contratação, esse pode atuar nessa função, bem como nas demais que for habilitado pela CVM, com exceção da auditoria independente.

A possibilidade de contratação²³ de terceirizados é uma importante maneira de especializar o serviço (aumentar a qualidade do serviço) e minimizar o conflito de interesses do administrador para com o cotista, em decorrência da atividade de gestão e administração serem exercidas por diferentes agentes.²⁴

No entanto, como será aprofundado a seguir, para que o administrador consiga contratar terceiros para o fundo, há a obrigação regulatória de, no acordo, constar solidariedade entre ele e o terceiro por eventuais prejuízos causados aos cotistas²⁵.

Cumprе mencionar que a relação do cotista e do administrador é baseada na confiança, sendo, desde os primeiros registros históricos desse instituto, qualidade necessária para que seja estabelecida tal relação²⁶.

O administrador, que tem uma função essencialmente mais administrativa, possui, como algumas de suas responsabilidades: (i) a elaboração e a guarda de documentos relativos ao

²² Art. 57 da Instrução CVM nº 409

²³ Art. 56, §1º, da Instrução CVM nº 409

²⁴ CARVALHO, Mário Taverni Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 105

²⁵ Art. 57, §2º da Instrução CVM nº 409

²⁶ CARVALHO, Mário. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 107.

registro do fundo, (ii) o atendimento ao cotista, (iii) providenciar informações aos cotistas e à CVM, (iv) fiscalizar a atividade dos terceirizados e (v) representar o fundo²⁷.

Importante destacar que, devido ao caráter mais administrativo e burocrático dessa atividade, há como requisito, ainda que implícito, uma enorme estrutura por parte dos administradores. Devido à quantidade de obrigações regulatórias a serem cumpridas, há a necessidade de um alto volume de pessoas para a execução dessas tarefas e também de tecnologia suficiente capaz de atender não somente as burocracias, mas também as próprias demandas do fundo.

Quanto à atuação do gestor de carteira, disciplinada no art. 2º da Instrução CVM nº 306, dispõe que esse é responsável pela escolha e administração dos ativos em si que farão a composição do fundo, realizando sua análise e alocação²⁸.

Adicionalmente, a depender das características do fundo, eventualmente caberá ao gestor exercer seu direito de voto em função dos ativos detidos pelo condomínio²⁹. Sua atuação é balizada de acordo com a regulação e pelo regulamento do fundo.

Nesse sentido, até então, é possível delimitar quem são os administradores e gestores dos fundos, bem como elucidar algumas das suas funções de acordo com a estrutura jurídica dessa indústria. A partir disso, é possível que se adentre nos deveres e regras que regem as relações entre os prestadores de serviço e o próprio fundo.

Como foi verificado, a atuação dos administradores e gestores de fundos de investimento é fundamental para o bom funcionamento do condomínio. Além disso, tem impacto considerável para a poupança dos cotistas.

²⁷ Art. 65 da Instrução CVM nº 409

²⁸ ARRUDA, Fernando Spina. **Fundos de Investimento regulados pela ICVM 409** / Fernando Spina Arruda; orientador: Eduardo Montenegro Dotta – São Paulo: Insper, 2013

²⁹ CARVALHO, op. cit., p. 107

Para que os cotistas sejam protegidos de eventuais conflitos de interesses, da assimetria de informações e de uma atuação que fira a confiança entre as partes, é preciso entender alguns dos deveres que balizam a relação entre os gestores e administradores de fundos de investimento.

3.1 Deveres e responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento

Como visto anteriormente, a estrutura da indústria de fundos e do mercado de capitais é, de modo geral, bastante concentrada nos agentes econômicos, ocasionando a assimetria informacional³⁰.

Dado que essa é uma das principais razões para o abuso de poder nesse mercado, foram editadas regulações que buscam balizar, de maneira mais abrangente, o modo de atuação dos gestores e administradores.

Para isso, é fundamental analisar o art. 65-A da Instrução CVM nº 409:

“Art. 65 –A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser o regulamento sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e

III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis. Parágrafo único. O administrador e o gestor devem

³⁰ A assimetria informacional ocorre de modo similar ao *trust*, pois, em linhas gerais, os cotistas delegam aos administradores e gestores o poder para gerir seus recursos financeiros por meio do fundo. Nesse sentido, como não possuem, efetivamente, acesso às informações, encontram-se sujeitos à confiança nessa relação. Porém, com esse cenário constituído, existe a possibilidade de que os gestores e administradores não cumpram seus deveres, existindo a possibilidade do abuso de poder (SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: LTR, 2016).

transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição, admitindo-se, contudo, que o administrador e o gestor de fundo de cotas sejam remunerados pelo administrador do fundo investido.”

Como visto acima, os gestores e administradores devem atuar buscando, junto aos cotistas, (i) a manutenção da relação fiduciária, (ii) diligência, (iii) probidade e (iv) lealdade.

Porém, da forma como foram descritos os deveres que regem a relação entre os prestadores de serviços do fundo e os cotistas, a CVM optou por utilizar uma regulação mais abrangente. Com a constante evolução do mercado, a autarquia estaria impossibilitada de acompanhar transformação caso elencasse de forma exaustiva os deveres dos gestores e administradores e os seus reflexos nas obrigações.

Fica demonstrado então que do ponto de vista regulatório, essa medida é bastante eficaz. Porém, cumpre evidenciar que, pela perspectiva do mercado, no momento de aplicação dos deveres e responsabilidades dos prestadores de serviço, esse tipo de técnica legislativa tende a trazer dificuldade para a compreensão dos limites dessas obrigações.

Nesse sentido, a fim de esclarecer com detalhes tais deveres, será utilizado, além do embasamento científico da doutrina, alguns julgados, que, a partir do caso concreto, serão fonte para a delimitação da extensão desses deveres. Não obstante, o intuito, com esse exame, não seria de esgotar os julgados, mas utilizar alguns conceitos elucidados nos processos para esclarecer a intenção do legislador.

3.1.1 Dever fiduciário

Para que a relação fiduciária se estabeleça, é preciso que os prestadores de serviço atuem com lealdade, buscando o melhor interesse dos cotistas. Ainda, espera-se dessas figuras que não apenas se empenhem pelos objetivos dos investidores, mas também que a sua atuação seja ativa, como se fossem administrar seu próprio investimento.

De acordo com Scott³¹, há dois atributos característicos na fidúcia, quais sejam: (i) a confiança entre o fiduciário e o beneficiário e (ii) a independência para atuação do fiduciário.

A respeito dessa relação, a CVM, no seu julgado Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/12201³², considerou que, para a configuração de infração à relação fiduciária, especificamente em relação aos gestores, é necessário que se comprove que não houve análise criteriosa e independente.

No mesmo processo, com relação aos administradores fiduciários, foi estabelecido um limite em relação à responsabilidade desses prestadores de serviço, na medida em que foi considerado acima do necessário o desenvolvimento de um sistema de supervisão de prestadores de serviço contratados pelos administradores baseado em risco.

Não obstante, também foi entendido, ainda no âmbito do PAS nº RJ2012/12201, que, havendo algum indício, o administrador fiduciário deveria realizar análise mais detalhada da conduta em relação do prestador de serviços em relação à regulação.

Ainda no que se refere à relação fiduciária, a CVM constrói um entendimento a respeito de conflito de interesses. Segundo o Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/3161³³, decorre da natureza fiduciária a busca pelos interesses dos cotistas, bem como a divulgação de informações aos cotistas que envolvam possíveis conflitos de interesse.

³¹ SCOTT, Austin W. The Fiduciary Principle, 1949, p. 541

³² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/12201, Dir. Relatora Luciana Dias, julgado em 4 de agosto de 2015.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150804_PAS_RJ201212201.pdf>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

³³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3161. Julgado em 10 de novembro de 2020. Diretora Relatora Flávia Sant'Anna Perlingeiro.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010705_2019_82.pdf>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

Nesse sentido, a autarquia não considera que, havendo conflito de interesses na atuação dos prestadores de serviços, automaticamente ficaria configurada violação da relação fiduciária. Nesse sentido, a mera existência de conflito de interesses, por si só, não poderia acarretar tal infração. Na prática, o que se visa punir é a não revelação do conflito ao cotistas, ferindo a relação fidúcia e o dever de prestar informações (disclosure).

Por fim, ainda sobre o entendimento da CVM sobre os deveres fiduciários, cabe destacar o Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2015/6143³⁴. Segundo o Diretor Relator Gustavo Gonzalez, especificamente a respeito da atuação do responsável pela escolha de ativos para a carteira do fundo, a fidúcia também abrange a busca pelo interesse do cotista, como por exemplo a negociação de taxas comerciais.

3.1.2 Dever de diligência

O dever de diligência, conforme estabelece Tepedino³⁵, nada mais é do que um exame cuidadoso de um negócio, a fim de evitar vícios notável. Ainda, esse dever também se encontra intimamente ligado ao cuidado, a prudência e expertise com que os prestadores de serviço devem pautar sua atuação.

No entanto, assim como os demais deveres que regem a atuação dos gestores e administradores, para que seja estipulado de forma mais concreta, faz-necessário analisar os julgados da Comissão de Valores Mobiliários.

³⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/6143, Dir. Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 24 de abril de 2018.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180424_PAS_RJ20156143.html>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

³⁵ TEPEDINO, Gustavo. **Novos Princípios Contratuais e Teoria da Confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers.** Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/131504/mod_resource/content/1/Novos%20Princ%20C3%ADpios%20Contratuais%20e%20Teoria%20da%20Confian%20C3%A7a%20a%20exegese%20da%20cl%20C3%A1usula%20to%20the%20best%20knowledge%20of%20the%20sellers%20Gustavo%20Tepedino%20.pdf Acesso em: 01 de junho de 2022.

No que tange à jurisprudência, segundo o Processo Administrativo Sancionador 07/2012³⁶, a CVM delimita que o dever de fiscalização estaria implícito no dever de diligência. De modo semelhante, Yazbek³⁷ entende que o dever de diligência não somente se subdivide na fiscalização, como também no dever de informação e vigilância.

Outro importante aspecto levantado em um julgado da CVM, o Processo Administrativo Sancionador RJ2019/1400³⁸, dispõe que o dever de diligência é voltado para o procedimento, de modo que, no contexto específico de fundos de investimento, versa sobre a adoção de controles internos adequados.

Como visto, os deveres estão intimamente ligados, sendo, a relação fiduciária a mãe dos demais. De acordo com Salomão Neto³⁹, decorre da relação fiduciária o dever de lealdade e diligência.

Nesse sentido, foi analisado, inicialmente foram analisados os deveres fiduciários e de diligência para, então, analisarmos a lealdade.

3.1.3 Dever de lealdade

Em síntese, a respeito do dever de lealdade, pode-se dizer que esse é pautado na confiança entre as partes, intimamente ligado à relação fiduciária. Estabelece ainda que os prestadores de serviço devem manter sua fidelidade em relação aos interesses dos cotistas.

³⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 07/2012, Dir. Relator Gustavo Tavares Borba**, julgado em 07 de março de 2017. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2017/20170307_PAS_072012.html> . Acesso em: 03 de junho de 2022.

³⁷ YAZBEK, Otavio. **Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios**. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). Temas essenciais de direito empresarial estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 954.

³⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2019/1400. Julgado em 17 de dezembro de 2019. Diretor Relator Presidente. Marcelo Barbosa**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2019/RJ20191400.pdf>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

³⁹SALOMÃO, Op. Cit, p. 43.

No que tange a atuação do gestor, o principal norte dado pelo dever de lealdade é balizar sua atuação sempre com foco no melhor interesse do cotista. Ainda, em decorrência da lealdade e da própria relação fiduciária, novamente, deve tal prestador de serviço evitar ao máximo conflitos de interesse⁴⁰.

De mesma maneira, é estabelecido pelo art. 16, VII, da Instrução CVM nº 306 que é vedado ao administrador, “negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do titular da carteira, ou omitir-se em relação à mesma”. A partir desse inciso, pode-se perceber novamente a preocupação da autarquia com o dever de lealdade e da relação fiduciária.

Ainda, o dever de lealdade impõe também o cumprimento do melhor interesse do cotista por meio do próprio regulamento do fundo. O regulamento é um instrumento, em linhas gerais, utilizado para disciplinar os temas importantes para o funcionamento do fundo⁴¹. A partir da finalidade suscitada do regulamento do fundo, o seu cumprimento pelos prestadores de serviço demonstra-se fundamental, pois ali está estabelecido o melhor interesse do cotista.

De acordo com Marcelo Barbosa, no julgado Processo Administrativo Sancionador RJ 2019/1400⁴², esse dever requer análise dos atos praticados pelo agente além do procedimento. Para tanto, há a necessidade de que se comprove, no limite, que foi praticado ato que fira a relação fiduciária. Para fins de sua compreensão, é estabelecido ainda que a lealdade requer ação ou omissão dolosa, sendo desnecessária, a vantagem indevida para si ou outrem. Cumpre destacar que, na referida análise, poucos julgados citam, diretamente, o dever de lealdade.

⁴⁰ PEREIRA, Caio. **A Responsabilidade do Gestor de fundos de investimento**. Orientadora: Norma Parente. TCC (Graduação) – Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/45726/45726.PDF>. Acesso em: 06 de junho de 2022.

⁴¹ EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariadna B., HENRIQUES, Marcus, PARENTE, Flávia. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

⁴² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2019/1400. Julgado em 17 de dezembro de 2019. Diretor Relator Presidente. Marcelo Barbosa**. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2019/RJ20191400.pdf>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

3.1.4 Dever de probidade

O dever de probidade decorre originalmente do direito civil, derivando da boa-fé. Nesse sentido, cumpre analisar esses dois deveres sob o ponto de vista civilista.

O dever de boa-fé permeia todas as matérias de direito civil, tendo a sua principal aplicação na matéria de contratos. De acordo com o autor Carlos Roberto Gonçalves, esse dever impõe um modelo de agir baseado “na retidão, ou seja, com probidade, honestidade e lealdade, nos moldes do homem comum”.⁴³

Por outro lado, o dever de probidade pode ser entendido como um aspecto da boa-fé. Esse pode ser interpretado como honestidade ou o cumprimento de todas as obrigações necessárias⁴⁴.

Aprofundando especificamente no dever de probidade em relação à indústria de fundos de investimento, Alexandre Leite afirma que existe “uma vedação à gestão temerária, prática que acarreta o desequilíbrio contratual”⁴⁵.

Em decorrência do dever de probidade e boa-fé, pode-se falar que existe uma vedação às práticas abusivas, como por exemplo às taxas administrativas e emolumentos muito acima das práticas comerciais. Os julgados da CVM não dispõem sobre especificamente sobre a probidade, apenas fazendo referência em relação ao art. 65-A da Instrução CVM nº 409.

⁴³ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro, volume 3: contratos e atos unilaterais** – 14. ed. – São Paulo : Saraiva, 2017.

⁴⁴ GONÇALVES, Op. Cit., p. 63

⁴⁵ LEITE, Carlos Alexandre Correa. **Incidência do regime jurídico do código de defesa do consumidor nos fundos de investimento: deveres e responsabilidades do administrador**. Disponível em: [https://repositorio.ufrn.br/bitstream/123456789/24450/1/Incid%
df](https://repositorio.ufrn.br/bitstream/123456789/24450/1/Incid%c3%aanciaRegimeJur%c3%addico_Leite_2017.pdf). Acesso em: 06 de junho de 2022. p. 107

Tendo sido feita a análise dos deveres de forma mais conceitual pela análise da regulação e da jurisprudência da CVM, é importante discutir de que forma os deveres repercutem nas obrigações dessas figuras.

3.2 Deveres e obrigações dos gestores e administradores

Como discutido ao longo do presente trabalho, os deveres dos administradores e gestores de fundos de investimento são normas mais abrangentes, de modo a balizar as relações entre os cotistas e esses prestadores de serviço. Nesse sentido, demonstrou-se fundamental a análise de alguns julgados da CVM a fim de delimitar esses deveres.

Importante destacar ainda que em decorrência desta técnica legislativa, discutida anteriormente, alguns desses deveres e obrigações não apenas devem ser exercidos pelo administrador ou gestor, mas, eventualmente, por ambos.

A intenção do presente trabalho é analisar de maneira sistemática, no caso concreto, algumas dessas obrigações que são compartilhadas, como por exemplo a *Chinese Wall*.

Feita essa observação, cabe agora realizar o exame das obrigações dos gestores e administradores dos fundos. O objetivo, portanto, é aplicar os deveres anteriormente analisados para compreender as responsabilidades desses prestadores de serviço.

3.2.1 Obrigações dos administradores do fundo de investimento

No que tange às obrigações e faculdades dos administradores, uma das mais importantes, tanto para a indústria, quanto para a regulação, é possibilidade de contratação de terceiros prestadores de serviço para o fundo. De acordo com o art. 56, §1º, da Instrução CVM nº 409, os administradores podem contratar, em nome do fundo, terceiros habilitados e autorizados para alguns serviços, dentre eles, a gestão de carteira.

Essa contratação é bastante benéfica para a comunhão de recursos, pois, a partir disso, o fundo (i) possuirá gestão de carteira de valores mobiliários praticada por pessoa especializada e (ii) haverá maior segregação entre as atividades de gestão e administração. Todavia, cumpre elucidar, brevemente, que essas contratações possuem enorme impacto na responsabilidade dos administradores fiduciários.

Isso porque, ao contratar um gestor, o administrador deve estabelecer contrato estipulando cláusula de solidariedade civil entre ele e a gestão, “por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude”⁴⁶. Além disso, na esfera administrativa, impõe o dever de fiscalização, em decorrência da responsabilidade integral dos administradores fiduciários.

Importante ainda destacar que o tema envolve diversos outros elementos, que serão identificados no presente trabalho em momento mais oportuno.

Outra importante obrigação do administrador perante o fundo é a precificação das cotas. Tal obrigação impacta de modo significativo os cotistas. Isso porque, no limite, essa é uma informação fundamental para que o cliente consiga tomar decisões embasadas no momento de investimento. Além disso, também determina, em sentido monetário, a cota parte do cotista no respectivo condomínio.

Ademais, a precificação também é a maneira de averiguar a performance do fundo e entender a atuação dos prestadores de serviço. Nesse sentido, estabelece-se, nessa obrigação um conflito de interesse inerente entre o próprio administrador e o cotista, mas, novamente, o exercício apropriado da precificação representa a relação fiduciária, o dever de lealdade e, decorrente disso, o de informações⁴⁷.

⁴⁶ Art. 57, §2º, da Instrução CVM nº 409.

⁴⁷ ARRUDA, Fernando. **Fundos de investimento regulados pela Instrução 409**. Disponível em: https://www.repositorioinsper.cloud/bitstream/11224/321/1/Fernando%20Spina%20Arruda_trabalho.pdf. Acesso em: 07 de junho de 2022.

A respeito da divulgação de informações, o administrador possui a obrigação de prestá-las tanto aos cotistas, quanto à própria CVM. A necessidade de transparência ou *disclosure* é um importante dever que deve ser observado por esse prestador e acarreta diversas tarefas ao administrador.

Para o cumprimento do dever de informações, o administrador não apenas precisa prestá-las ao cotista, mas também aprofundá-las, como no caso de contratação de prestador de serviço para o fundo. As informações recebidas precisam ser pormenorizadas, objetivando a verificação quanto à sua veracidade⁴⁸.

A jurisprudência da CVM, no entanto, ameniza essa obrigação, indicando que a checagem precisa ser feita principalmente em situações de alerta⁴⁹. Inclusive, nesse sentido, a nova regulação da CVM, a Instrução nº 558, determina que o administrador deve comunicar à autarquia federal em tempestividade caso haja quaisquer indícios.

Adicionalmente, dentro da obrigação de prestar informações, deve-se mencionar também um critério para essa, qual seja a razoabilidade, uma vez que nem todas as informações disponíveis em mercado são necessárias para fins de *due diligence* ou fiscalização dos prestadores de serviço.

Com o objetivo principal de prestar informações periódicas aos cotistas, o administrador tem a obrigação de entregar a eles versões vigentes do regulamento e atualizadas da lâmina⁵⁰.

⁴⁸ DOMINGUES, Laura Moreira. **Uma análise dos deveres e responsabilidades de administradores e gestores de fundos de investimento.** Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/18981/LAURA%20MOREIRA%20DOMINGUE%20S.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 07 de junho de 2022.

⁴⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 18/08, Dir. Relator Alexandro Broedel Lopes, julgado em 14 de dezembro de 2010.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf>. Acesso em: 07 de junho de 2022.

⁵⁰ Art. 30, §2º, da Instrução CVM nº 409.

Uma decorrência do dever de prestar informações se traduz na obrigação dos administradores para que mantenham os cotistas inteiramente informados. A partir disso, os administradores devem provar, mediante termo próprio que os cotistas (i) receberam o regulamento e lâmina, se houver; (ii) tomaram ciência dos riscos envolvidos e da política de investimento; (iii) e tomaram ciência da possibilidade de ocorrência de patrimônio líquido negativo, se for o caso. Ainda na hipótese de patrimônio negativo, devem estar cientes de sua obrigação por consequentes aportes adicionais de recursos⁵¹.

Além disso, o administrador possui o dever de elaboração dos documentos do fundo, sendo o principal deles o regulamento⁵². Não somente deve elaborá-lo, como também verificar seu cumprimento pelos prestadores de serviço, acompanhando diariamente, por exemplo, os limites de concentração por emissor e por ativo⁵³.

Dentro das obrigações dos administradores de fundos, cabe mencionar, ainda, em decorrência da transparência e do *disclosure*, a disponibilização aos investidores de todas as informações que possam alterar uma decisão de investimento. De acordo com Dotta, tal obrigação, quando cumprida de forma devida, pode eximir a responsabilidade dos prestadores⁵⁴.

Ademais, como já visto anteriormente, o administrador deve atuar visando o melhor interesse do fundo, no limite, dos cotistas. Nesse sentido, nas situações em que atue enquanto distribuidor, um importante reflexo desse dever pode ser percebido na regra de *suitability*. Tal dever cria a obrigação de verificar a adequação do investimento ao perfil do cotista.

3.2.2. Obrigações dos gestores de fundos de investimento

⁵¹ Art. 30 da Instrução CVM nº 409.

⁵² Art. 3º da Instrução CVM nº 409: O fundo será constituído por deliberação de um administrador que preencha os requisitos estabelecidos nesta Instrução, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo.

⁵³ Art. 88 da Instrução CVM nº 409.

⁵⁴ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade dos gestores e administradores de fundos de investimento**. São Paulo: Almedina, 2018.

Uma importante obrigação dos gestores de fundos trata-se da Chinese Wall. De acordo com Mário de Carvalho⁵⁵, essa prática visa segregar a gestão de recursos próprios da de terceiros, acarretando tanto uma divisão entre as informações e o patrimônio.

Os principais objetivos dessa segregação são (i) estabelecer condições justas para os atuantes do mercado, (ii) proteger o patrimônio de terceiro em caso de problemas financeiros do gestor e (iii) contribuir para a autonomia dos prestadores de serviço do fundo⁵⁶.

Um exemplo aplicável dos deveres de diligência e lealdade seria na própria atividade executada pelos gestores, qual seja a seleção e análise dos ativos à disposição para composição da carteira.

Além da necessidade de formação de uma carteira objetivando minimizar o risco e maximizar o lucro, o gestor também deve atuar respeitando a regulação e o regulamento do fundo. O cumprimento dessas obrigações, além de demonstrar a lealdade e diligência, também representam a procura pelo melhor interesse do cotista.

Adicionalmente, espera-se que a gestão não apenas busque o lucro, mas também procure análise bastante minuciosa e ativa, diligenciando todas as informações necessárias para a escolha do ativo.

Como será abordado mais a frente, a obrigação do gestor não é o lucro especificamente, afinal, o risco é um elemento inerente ao mercado de capitais. O que se busca, então, é a demonstração de que o gestor, enquanto prestador de serviço, atuou de modo ativo, probo e de acordo com os deveres elencados no art. 65-A da Instrução CVM nº 409.

⁵⁵ CARVALHO, Op. Cit., p. 117-119

⁵⁶ Idem

Inclusive, objetivando demonstrar o cumprimento dos seus deveres, alguns gestores optam pela criação de conselhos e comitês, conforme é regulado pelo art. 63 da Instrução CVM nº 409.

Apesar desses órgãos não possuírem competência para intervir na escolha de ativos, sua criação demonstra diligência por parte da atuação do gestor e também interesse nas melhores condições para o cotista. O tema será abordado mais a frente quando discutirmos o caso concreto que embasa o presente trabalho.

Outra situação frequente, identificada pela IOSCO⁵⁷ (Organização Internacional de Valores Mobiliários), são as transações realizadas pelos fundos que envolvem partes relacionais, ou seja, que possuem conflitos de interesse. Cumpre destacar, com base no art. 65-A, que essa situação poderia ser resolvida se a atuação do gestor fosse baseada no melhor interesse do cotista, na lealdade e boa-fé.

Feita a análise das obrigações dos administradores e gestores de fundos de investimento, cabe entender os riscos relacionados aos fundos de investimento e então relacionar com os deveres e responsabilidades dos participantes do mercado.

⁵⁷International Organization of Securities Commissions. **Conflicts of Interests of CIS Operators**. 2000. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf> Acesso em: 01 de junho de 2022.

4. O RISCO E A RESPONSABILIDADE DOS GESTORES E ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os fundos de investimento, como visto anteriormente, são modalidades de investimento coletivo. A partir da perspectiva do risco, é importante destacarmos as principais funções desse instrumento.

Como o fundo permite o agrupamento de investidores com pequenos montantes, esses podem obter gestão de carteira especializada, dividindo o custo entre os cotistas. Além disso, por haver uma diversificação nos ativos da carteira, o risco dos investimentos é mitigado.

4.1. Risco na indústria de fundos de investimento

De acordo com Mário de Carvalho, “os investimentos realizados em fundos de investimento estão sujeitos a risco”⁵⁸. Nesse sentido, trata-se de um risco inerente à indústria de fundos. Carlos Leite afirma que o motivo pelo qual o risco é um elemento do fundo de investimento tem relação com a busca por rentabilidade⁵⁹.

Para compreender o risco que envolve essa indústria, a doutrina dividiu-o da seguinte forma: (i) risco de mercado, (ii) risco de liquidez, (iii) risco de crédito, (iv) risco de operação e (v) risco legal. Sendo assim, cabe uma breve conceituação à respeito dos diversos riscos para, então, adentrarmos especificamente na sua relação com os deveres e responsabilidades dos gestores e administradores.

⁵⁸ CARVALHO, Op. Cit., p. 148

⁵⁹ LEITE, Carlos Alexandre Correia. Incidência do regime jurídico do Código de Defesa do Consumidor nos fundos de investimento: deveres e responsabilidades do administrador. Disponível em: https://repositorio.ufrn.br/bitstream/123456789/24450/1/Incid%3%aanciaRegimeJur%3%addico_Leite_2017.pdf. Acesso em: 07 de junho de 2022. p. 80.

Risco de mercado nada mais é que a possibilidade de alteração do preço e do rendimento de ativos escolhidos pelo gestor e, conseqüentemente, do valor da cota do fundo. A coexistência de inúmeros fatores de ordem macroeconômica ocasiona o risco de mercado, como por exemplo a taxa de juros.⁶⁰

A liquidez de um ativo também uma importante métrica para basear sua análise. Se o ativo tem alta demanda, pode-se entender que ele é mais fácil de ser alienado possuindo então, maior liquidez. De maneira inversa, quando a procura é baixa, assim é sua liquidez.

Nesse sentido, é estabelecido o segundo risco, o de liquidez. Nele, há a chance do ativo ser pouco demandado, ou, até mesmo, não ser, o que poderia acarretar a necessidade de desconto para que sua venda se concretize, o que, no limite, prejudica o lucro almejado pelo cotista⁶¹.

Pela lógica de mercado, o crédito ocorre quando se estabelece cenário no qual o agente superavitário empresta recursos financeiros ao agente deficitário, com o objetivo de auferir lucro por meio da cobrança de juros. Tendo em vista que há a possibilidade de não haver pagamento pelo tomador do crédito, há, dentro dessa sistemática, o risco de crédito. Na indústria de fundos, esse risco é traduzido pela chance de inadimplementos dos créditos detidos pelos cotistas.

O quarto risco, de operação, é inerente à sistemática dessa indústria, pois trata da possibilidade de falha humana ou dos controles internos.

⁶⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁶¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

O quinto e último risco é o chamado risco legal, que tem relação com o ordenamento jurídico, na medida em que as alterações da lei ou da regulação podem ter impacto nos ativos do fundo.

A partir da breve digressão sobre os riscos relacionados aos fundos, pode-se perceber que esse é, de fato, um elemento inerente nesse mercado. A finalidade dos deveres dos gestores e dos administradores é, então, balizar sua atuação para que possa minimizar essa álea natural.

Para Carlos Leite⁶², aliado ao risco, outro fator que cria ainda mais obstáculos para que o fundo cumpra sua finalidade de lucro é o desequilíbrio informacional entre os participantes do mercado e os investidores.

Associado a esses fatores, outro elemento que agrava o cumprimento do objetivo do fundo é a complexidade dos temas relacionados a essa indústria. Nesse sentido, uma quantidade considerável de investidores fica à margem dos investimentos à sua disposição por falta de domínio e/ou compreensão do assunto.

Na mesma obra, o autor afirma que o dever de informação, decorrente da relação fiduciária e do dever de lealdade, impõe aos administradores e gestores a responsabilidade de manter os cotistas informados. Todavia, em decorrência do (i) risco inerente da atividade, (ii) desequilíbrio informacional e (iii) dificuldade que envolve o assunto, não basta que as informações sejam divulgadas, mas também tal dever seja prestado, de modo a minimizar esses elementos que prejudicam o exercício do cotista.

⁶² LEITE, Carlos Alexandre Correia. Incidência do regime jurídico do Código de Defesa do Consumidor nos fundos de investimento: deveres e responsabilidades do administrador. Disponível em: https://repositorio.ufrn.br/bitstream/123456789/24450/1/Incid%3%aaanciaRegimeJur%3%addico_Leite_2017.pdf. Acesso em: 07 de junho de 2022.

Nesse sentido, há a necessidade da divulgação de informações de forma clara e concisa. A precisão desses dados deve ser principalmente para condições de anuência, bem como a política de investimentos do fundo.

Dessa forma, diversos artigos da regulação da CVM (Instrução Normativa nº 409) tratam sobre o dever de informação dos prestadores de serviço, inclusive, dispondo sobre as características do texto, como pode ser visto no exemplo a seguir: “Art. 40. O prospecto deve conter, em linguagem clara e acessível ao público-alvo do fundo, informações sobre os seguintes tópicos, assim como quaisquer outras informações consideradas relevantes”.

Além da importância de um texto mais simplificado, no que tange à acessibilidade dos dados, é fundamental também que a divulgação de informações possua equidade e seja enviada aos cotistas ao mesmo tempo⁶³.

Adicionalmente, a respeito do conteúdo das informações, é preciso que observem o dever de lealdade e a relação de confiança entre o cotista e o prestador de serviço, sendo vedada pela regulação a garantia de resultados ou a ausência de risco, como pode ser visto no art. 38-E⁶⁴.

Novamente, tendo em vista o risco inerente da atividade, é preciso que o gestor e o administrador de fundos de investimento então busquem o balanço ideal entre rentabilidade x risco. Dentro dessa lógica, inclusive, o fundo foi estabelecido, pois a diversificação na composição da carteira é uma característica que o diferencia de muitos ativos disponíveis no mercado de capitais.

⁶³ LEITE, Carlos Alexandre Correia. **Incidência do regime jurídico do Código de Defesa do Consumidor nos fundos de investimento: deveres e responsabilidades do administrador.** Disponível em: [https://repositorio.ufrn.br/bitstream/123456789/24450/1/Incid%c3%aanciaRegimeJur%c3%addico Leite 2017.pdf](https://repositorio.ufrn.br/bitstream/123456789/24450/1/Incid%c3%aanciaRegimeJur%c3%addico%20Leite%202017.pdf). Acesso em: 07 de junho de 2022. p. 111.

⁶⁴ Art. 38-E. As informações relativas ao fundo não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor.

Tendo em vista que a atuação dos gestores e administradores de investimento já levam o risco em conta, é preciso compreender de que modo é possível traçar os limites da responsabilização dos prestadores de serviço e o que é a natureza do mercado. Nesse sentido, então, será aprofundado o tema de responsabilidade dessas figuras.

4.2. Responsabilidade dos gestores e administradores de fundos de investimento

Como visto anteriormente, a regulação veda aos gestores e administradores de fundos de investimento garantir a obtenção de lucro por meio da aplicação ou a ausência de risco, o que pode ser verificado no art. 38-E da Instrução CVM nº 409.

Nesse sentido, fica claro que esses prestadores de serviço não respondem pelos lucros ou perdas ocasionadas, mas sim no cumprimento de suas obrigações de acordo com os deveres discutidos. Trata-se, então, de uma responsabilidade de meio e não de fim.

De acordo com Flávio Tartuce⁶⁵, a obrigação de meio se estabelece quando há promessa de empregar os conhecimentos, meios e técnicas, sem que haja sua responsabilidade pelo resultado.

Caio Mário⁶⁶ afirma que “na obrigação de resultado a essência da prestação é o bem jurídico almejado, ao passo que na obrigação de meio o devedor se obriga a envidar esforços para atingir certo objetivo, não se comprometendo, no entanto, a obtê-lo”.

Um importante detalhe a respeito da responsabilidade administrativa é que, no momento da análise para verificação dos responsáveis, a CVM não busca compreender a extensão do dano, pois tal finalidade encontra-se na responsabilidade civil. Nessa esfera busca-se “reprimir

⁶⁵ GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito civil brasileiro, volume 3: contratos e atos unilaterais – 14. ed. – São Paulo : Saraiva, 2017

⁶⁶ Pereira, Caio Mário da Silva, Instituições de direito civil – V. II / Atual. Guilherme Calmon Nogueira da Gama. – 29. ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Forense, 2017

condutas desviantes das normas que regem o funcionamento do mercado de valores mobiliários”⁶⁷.

Segundo Eduardo Pavia entende que:

“As regras de responsabilização dos agentes do mercado, administrativa e civilmente, reforçam a necessidade de condutas éticas e condizentes com os papéis desenvolvidos, minimizando casos de fraudes e perdas não relacionadas aos riscos inerentes aos investimentos.”⁶⁸

Nesse sentido, estabelecidos alguns aspectos da responsabilidade administrativa desses prestadores de serviço dos fundos de investimento, cabe examinar as responsabilidades do administrador, principalmente no que se refere à solidariedade e ao seu dever de fiscalização.

4.2.1. Responsabilidade dos administradores de fundos de investimento

Como levantado anteriormente, o administrador tem a faculdade de contratação de terceiros para atuação no fundo, como é o caso dos gestores. O art. 57, §2º da Instrução CVM nº 409 estabelece os termos desse contrato:

“Art. 57. A contratação de terceiros devidamente habilitados ou autorizados para a prestação dos serviços de administração, conforme mencionado no art. 56, é faculdade do fundo, sendo obrigatória a contratação dos serviços de auditoria independente (art. 84) e, quando não estiver o administrador devidamente autorizado ou credenciado para a sua prestação, os serviços previstos nos incisos III, IV, V e VI.
 §1º Compete ao administrador, na qualidade de representante do fundo, efetuar as contratações dos prestadores de serviços, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente.
 § 2º Os contratos firmados na forma do § 1º, referentes aos serviços prestados nos incisos I, III e V do § 1º do art. 56, deverão conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM. (grifo nosso)”

⁶⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/12087, Dir. Relator Pablo Renteria, julgado em 24 de julho de 2018.** Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201512087.pdf>>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

⁶⁸ PAVIA, Op. Cit., p. 174

A solidariedade passiva, em linhas gerais, é configurada quando cada uma das partes é integralmente obrigada pelo cumprimento da obrigação. Tendo em vista que a solidariedade passiva é desfavorável ao devedor, esse tende evitá-la ao máximo.

Porém, se de um ponto de vista a solidariedade representa um risco, de outro, pela perspectiva do credor, esse instituto possui importante função de garantia.

De acordo com o art. 65 do Código Civil, “a solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes”. Normalmente, a lei estabelece a solidariedade principalmente em situações que o credor precisa ter de algum modo a proteção legal. No entanto, no âmbito do mercado de capitais, o legislador infraconstitucional à época não estabeleceu a solidariedade⁶⁹, nem sequer tratou sobre detalhes dos fundos, sendo prerrogativa da CVM.

Porém, como a autarquia federal não possuiria competência para determinar a solidariedade, dada a regra do art. 365 do Código Civil, a CVM estabeleceu que, na hipótese de terceirização das atividades do fundo, o requisito para a faculdade do administrador fiduciário de terceiro seria a de estipular no contrato a responsabilidade solidária entre as partes.

A intenção da CVM, conforme exposto por seu Presidente à época, era de que houvesse a faculdade dos administradores para contratar terceiros, sem que dispusessem da responsabilidade integral⁷⁰.

⁶⁹ Importante esclarecer que, ao período do julgamento do caso concreto a ser analisado, o legislador infraconstitucional ainda não havia se manifestado a respeito da solidariedade nessa contratação. No entanto, a partir da Lei da Liberdade Econômica, o art. 1.368-D, do Código Civil estabeleceu que: “O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: (...) II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade” (Centro de Estudos do mercado financeiro e de capitais da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. **Manifestação sobre a Audiência Pública SDM nº 08/2020**. São Paulo, 15 abr. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0820_Centro-de-Estudos-do-Mercado-Financeiro-e-de-Capitais-CEM.pdf. Acesso em: 14 jun. 2022. p. 6)

⁷⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/9245, Dir.

Todavia, a responsabilidade solidária entre os administradores e os gestores de fundos de investimentos se limita ao âmbito civil. Isso porque, no trecho final do art. 57, §3º, da Instrução CVM nº 409, é estipulado que a cláusula de solidariedade se aplica aos eventuais prejuízos causados aos cotistas. De acordo com Roberto Monteiro, tendo em vista que a obrigação solidária foi estabelecida por meio de contrato, apenas pode ter efeitos no direito civil⁷¹.

Inclusive, a CVM já se manifestou a esse respeito por meio do Diretor Relator, à época presidente da autarquia, Marcelo Trindade⁷², o qual fez algumas observações bastante relevantes para fins de compreensão da responsabilidade desses prestadores de serviço.

Nesse sentido, é estabelecido que o administrador, que possui responsabilidade civil perante o fundo, pode contratar terceiros, desde que mantenha sua responsabilidade administrativa integral. Ainda, esclarece que:

“Isto nada tem que ver com responsabilidade administrativa, e muito menos com responsabilidade administrativa solidária, que não existe, nem pode existir. A responsabilidade administrativa, como a penal, deve ser sempre pessoal, decorrente de atos ou omissões próprios”

Inclusive, o art. 57, §5º da Instrução CVM nº 409 determina que:

“Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis.”

Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16 de janeiro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070116_PAS_RJ20059245.pdf>. Acesso em: 08 de junho de 2022.

⁷¹ (MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do Administrador dos Fundos de Investimento. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. n.º 30. p. 290. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

⁷² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/9245. Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16 de janeiro de 2007.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070116_PAS_RJ20059245.pdf. Acesso em: 08 de junho de 2022.

Sendo assim, pela indicação do art. 57 da Instrução CVM nº 409, bem como do Diretor Marcelo Trindade no julgado do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2005/9245, fica claro que o administrador possui essa responsabilidade solidária apenas na esfera civil, não na administrativa.

Não obstante, esses prestadores de serviço, como visto anteriormente, se sujeitam ao dever de fiscalização, que decorre da própria diligência.

E, como já discutido ao longo desse trabalho, os deveres e responsabilidades dos gestores e administradores não são tratados pela regulação de forma direta ou taxativa, mas sim de forma abrangente e bastante principiológica.

Sendo assim, apesar de não haver a responsabilização solidária em âmbito administrativo, a necessidade de fiscalização em sentido amplo parece ter, ainda que por um mecanismo diferente, a mesma finalidade, que é a de esse prestador responda em caso de conduta dos terceirizados contrária aos deveres impostos pela regulação.

Para o autor Rafael Vieira, a regulação entende que a figura central de um fundo, a nível de prestadores de serviço, seria a do administrador, criando diversas obrigações para ele. No entanto, a teoria é bastante diferente da prática, pois enquanto os administradores atuam no *back office*, os gestores representam o *front office*. Com a ausência de concretude dos deveres do administrador, cria-se uma distorção entre as responsabilidades dos gestores e administradores de fundos⁷³.

⁷³ SÁ, Rafael Vieira de Andrade de. **O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento: origem, fundamentos e perspectivas** / Rafael Vieira de Andrade de Sá. - 2021.

A CVM estabelece no Processo Administrativo Sancionador RJ nº 2013/5456 alguns limites para a responsabilização do administrador por suposta inobservância ao dever de fiscalizar, em decorrência de ilícito praticado por prestador de serviço⁷⁴.

Nesse sentido, o Diretor Pablo Renteria esclarece que o dever de fiscalizar não se confunde com uma garantia. O administrador não responde pelos atos do gestor independentemente dos seus esforços empregados. Dessa forma, assim como tratado no item 3.2 do presente trabalho, a obrigação dos administradores deve ser entendida como de meio, responsabilizando-se pelas suas funções que não forem exercidas ou exercidas de modo indevido.

Isso implica dizer que, havendo a atuação com os melhores esforços para a supervisão, o administrador exime sua responsabilidade, ainda que um ilícito administrativo tenha sido cometido pelo prestador de serviço.

Ainda, para fins de mensuração desse dever, o Diretor Renteria cita como obrigações decorrentes da fiscalização, (i) a necessidade de constante vigilância junto a esses prestadores e (ii) análise periódica dos processos adequados, com o objetivo de encontrar melhorias a serem implementadas.

A partir dos pontos acima levantados, tanto nesse subcapítulo, quanto no anterior, é fato que existe uma discrepância entre as responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento. Essa diferença se estabelece na estratégia de supervisão por terceiro adotada pela CVM, por meio do dever de fiscalização. E, como visto anteriormente, por ser um operador⁷⁵, esse prestador de serviço possui responsabilidade integral em relação às atividades prestadas.

⁷⁴ Apenas para registro, cabe mencionar que, no caso concreto, o prestador de serviço é o custodiante. No entanto, o trecho analisado do julgado trata exclusivamente sobre o dever de fiscalização pelo administrador dos terceirizados, se aplicando, então, ao gestor.

⁷⁵ Conceito criado pela Iosco, que define o operador como “the legal entity that has overall responsibility for management and performance of the functions of the CIS, which may include investment advice and operational services.”

De acordo com Rafael Vieira, apesar da regulação considerar o administrador prestador primário e o gestor secundário em relação ao fundo, essa perspectiva se mostra, na prática, invertida, na medida em que a gestão realiza, no limite, a atividade de destaque do fundo, enquanto o gestor atua de modo burocrático⁷⁶. Na prática, por exemplo, é o gestor, ao decidir criar um fundo de investimento, que procura o administrador, apesar da regulação indicar o oposto.

Dessa forma, de acordo com o autor: “E é por esse motivo que parece haver um certo consenso de que o modelo vigente embute uma distorção no que diz respeito à relevância atribuída aos papéis efetivamente exercidos pelo gestor e pelo administrador no dia a dia de um fundo de investimento.”

Nesse sentido, o presente capítulo buscou analisar os riscos que envolvem a indústria de fundos de investimento, a responsabilidade dos gestores e administradores, especificando, ainda, a solidariedade entre esses prestadores. A partir disso, pode ser feito o exame sobre o caso concreto, relacionando com os temas vistos até agora.

⁷⁶ RAFAEL VIEIRA. O administrador como gate keeper. P 200

5. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR Nº RJ2015/12087

Antes de adentrar ao tema, faz-se necessário abordar todos os aspectos metodológicos da análise do caso concreto, descrevendo-se os procedimentos necessários e úteis para analisar as responsabilidades dos gestores e administradores de fundos de investimento com base no Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087.

Esse estudo tem por finalidade realizar uma pesquisa de natureza básica. Para alcançar os objetivos propostos e melhor apreciação deste trabalho, foi utilizada uma abordagem qualitativa. Com intuito de conhecer a problemática sobre a área de estudo foi realizada uma pesquisa exploratória, sendo essa realizada entre junho de 2021 a junho de 2022. Para obtenção dos dados necessários, foi utilizada pesquisa bibliográfica, com foco no estudo de caso.

Nesse sentido, a etapa de análise do caso concreto foi baseada, primeiramente, em uma longa revisão bibliográfica, uma breve análise jurisprudencial para, então, associar o estudo de caso aos conceitos estudados. Buscou-se averiguar quais foram os deveres e obrigações dos administradores e gestores de fundos de investimento destacados no presente julgado, bem como a extensão da responsabilidade desses.

Após a análise do caso concreto, foi possível identificar que:

- (i) um fator que contribui para que os gestores e administradores atuem de modo a violarem seus deveres é em decorrência da edição da regulação ser bastante ampla;
- (ii) o dever de fiscalização, apesar de não ter qualquer similaridade com a responsabilidade solidária, no regime jurídico dos fundos de investimento por vezes ela resulta nas mesmas consequências;
- (iii) o colegiado da CVM traçou importante entendimento nesse processo, pois traçou alguns parâmetros para os deveres do administrador fiduciário e;
- (iv) por vezes a distorção das características dos fundos de investimento contribuem para a violação dos deveres dos cotistas

Iniciando, então, a análise do caso, o Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087 foi julgado pela CVM em 24 de julho de 2018, sob a Relatoria do Diretor Pablo Renteria. A investigação da operação foi iniciada pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais, órgão da autarquia, que identificou suposta violação dos deveres por parte do gestor e administrador, ambos do grupo BNY Mellon.

Em síntese, o Pacific Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado (“Fundo Pacific”) é um fundo exclusivo detido, por meio de outro condomínio exclusivo, pela Postalís (Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos).

Em 28 de novembro de 2012, o Fundo Pacific subscreveu as debêntures de emissão da empresa ROPart no valor total de R\$ 72.000.000,00. Em decorrência dessa transação, em 27 de janeiro de 2014, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) emitiu Solicitação de Inspeção a fim de verificar processo decisório adotado pela gestora.

Segundo o relatório de Inspeção, foi verificada suposta violação do art. 65, XV e do art. 65-A da Instrução Normativa CVM nº 409, em relação a:

“não existência de políticas, procedimentos, manuais de alçada ou equivalentes; (ii) falhas no processo de fiscalização da gestão; (iii) não divulgação de eventuais conflitos de interesse, (iv) ausência de processo detalhado de acompanhamento de recursos aplicados; e (v) inconsistência na precificação dos ativos.”

Do relatório de *rating*⁷⁷ produzido pela BNY Gestora, a classificação da operação seria “A-”, pois possuía ativos subjacentes com boas garantias, liquidez menor que as da faixa anterior e valor compatível com o valor do principal corrigido. Além disso, no relatório foi indicado também aval dos sócios controladores da ROPart e acionistas garantidores⁷⁸.

⁷⁷ Relatório normalmente produzido por uma agência de classificação de risco utilizado para medir o risco de crédito (REIS, Tiago. *Rating: o que é e como funciona essa classificação de risco?*. Suno, [S. l.], ano 2019, 14 ago. 2019. Suno artigos. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/rating/>. Acesso em: 14 jun. 2022. /)

⁷⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/12087, Dir. Relator Pablo Renteria, julgado em 24 de julho de 2018.** Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201512087.pdf>>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

Outro fator relevante a respeito do Processo Administrativo Sancionador analisado é que, dos R\$ 72 milhões emitidos pela ROPart, mais de R\$ 13 milhões foram utilizados para o pagamento de consultorias e custos de emissão, o que representou 18% do montante da operação.

Pelo Relatório de Inspeção da SFI, o custo de emissão e consultoria de outras debêntures, de acordo com a média do mercado à época, seria menor, representando de 0,14% a 8,52%. Ainda, essa conta já incluía a “comissão de sucesso”. Importante reforçar ainda que a emissão foi realizada com esforços restritos de distribuição⁷⁹, o que reduz o custo.

Ademais, a SFI verificou possível conflito de interesses, uma vez que o A.M.P.M⁸⁰, titular de 50% da ROPart, possuía relação societária com as empresas de consultoria, quais sejam Credpag Consultoria e Serviços Financeiros Ltda e Laber Serviços Empresariais Ltda.

Ainda, foi identificado que M.O.L.F, sócio administrador de uma das empresas Credpag, seria diretor de uma terceira empresa, não relacionada ao caso, cujo presidente era A.M.P.M. Além disso, a Laber, cujo sócio administrador foi indicado como A.L., seria sócio de A.M.P.M. na Genève Investimentos LTDA., que recebeu todas as ações emitidas ROPart.

Outro aspecto importante do referido caso, seria a respeito do binômio risco/rentabilidade, pois, de acordo com o relatório da SFI⁸¹, havia disponível outras debêntures para aquisição, cuja relação risco x rentabilidade era mais favorável. Tais ativos possuíam remuneração melhor, prazos mais curtos e condições de risco mais oportunas.

⁷⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 476 de 16 de janeiro de 2019**. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

⁸⁰ Forma abreviada dada pelo PAS nº RJ2015/12087 para nome do sócio da empresa ROPart.

⁸¹ De acordo com o PAS em questão, o relatório foi produzido com informações disponibilizadas pela ANBIMA.

Inclusive, segundo matéria produzida pelo jornal Valor Econômico, “o prazo médio de vencimento das debêntures disponíveis era de 6,3 anos, a captação da ROPart tinha prazo de 15 anos”⁸².

Como acima enumerado, apesar de tais condições do ativo, no relatório de classificação de risco produzido tais situações não foram levadas em consideração no momento de tomada de decisão de investimento pela BNY Gestora. Ainda, importante mencionar que, apesar do relatório ter evidenciado aval dos sócios da ROPart, foi confirmado, pela própria empresa, que as debêntures não possuíam tal garantia.

Cumprir evidenciar que em 29 de maio de 2014 foi produzido novo relatório de classificação, no qual as debêntures foram reclassificadas, dessa vez como “BB”, “sob a justificativa de que o fluxo de caixa da Risk Office era insuficiente para gerar dividendos que pudessem fluir para a ROPart e permitir o cumprimento das obrigações assumidas”⁸³.

Adicionalmente, importante destacar que em 8 de julho de 2014 houve o resgate das debêntures pelo valor de menos de R\$ 70 milhões, para a aquisição das debêntures da empresa XNice, cuja estrutura societária seria similar à da ROPart. Nessa operação, no entanto, a BNY Gestora se negou a realizar a aquisição dos ativos e a BNY Administradora não realizou sua recomendação.

Dessa forma, foi concluído que a BNY Gestora, na tomada de decisão de investimento da subscrição das debêntures da ROPart, deixou de observar:

- o alto custo de emissão e consultoria da operação;
- os prazos elevados;
- as inconsistências de garantias entre a escritura as debêntures e o relatório de rating que classificou a operação como “A-”;
- o possível conflito de interesses insurgente da estrutura societária das empresas;

⁸² PAS nº RJ2015/12087

⁸³ CITAÇÃO DIRETA PAS CVM nº 2015/12087

- a incompatibilidade entre risco x retorno de outras debêntures disponíveis para aquisição
- dever de diligência, pois 60% do patrimônio do fundo foi utilizado para a operação e;
- os deveres fiduciários para com o cotista

No que se refere à BNY Administradora, a SIN entendeu que outras ações deveriam ser observadas pelo prestador para que a decisão da gestora fosse mais amparada tecnicamente. Nesse sentido, a acusação indicou a ocorrência de falha pela administradora no seu dever fiduciário.

Nesse sentido, vistos os principais aspectos do Processo Administrativo Sancionador em questão, bem como os principais levantamentos realizados pelas Superintendências da Comissão de Valores Mobiliários, cumpre analisar o julgamento do processo em questão, de acordo com os assuntos examinados ao longo do presente trabalho.

5.1. Os deveres e responsabilidades do administrador

Importante destacar que um dos principais deveres do administrador seria o de fiscalização dos prestadores de serviço do fundo, uma vez que, mesmo com a contratação de terceiros, sua responsabilidade administrativa se manteria integral⁸⁴. Essa responsabilidade integral se materializa pelo dever de fiscalização desses prestadores.

No entanto, conforme analisado ao longo desse trabalho, trata-se de uma obrigação de meio e não de fim. Nesse sentido, não é esperado dos administradores uma garantia de não violação dos deveres do terceirizado, mas sim que tenham realizado o razoável para zelar pelo fundo.

⁸⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/9245, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16 de janeiro de 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070116_PAS_RJ20059245.pdf>. Acesso em: 08 de junho de 2022.

Nesse sentido, cumpre ressaltar que a BNY Administradora, ainda que tenha como escopo principal realizar atividades mais burocráticas do fundo, voltadas para sua manutenção e relacionamento com os cotistas, realizou estudo técnico sobre as taxas das debêntures operacionalizadas.

De acordo com o relatório em questão, a conclusão da BNY Administradora foi negativa em relação à aquisição das debêntures, pois “se mostrava incompatível com as opções disponíveis no mercado”⁸⁵.

Segundo o *Chief Operating Officer*⁸⁶ da BNY Administradora, foi solicitado pela Postalis, bem como pelo diretor da BNY Administradora, nova análise do ativo em 31 de outubro de 2013, após a aquisição do ativo, dessa vez favorável, em decorrência da “remuneração variável sobre o resultado operacional da emissora que havia sido desconsiderado anteriormente”⁸⁷.

Tendo em vista que a BNY Administradora agiu além do esperado, realizando relatório que não se encontra no seu escopo, fica configurado o cumprimento dos seus deveres, agindo de modo ativo, como se fossem seus próprios investimentos. Além disso, a atuação da administradora demonstra o cumprimento de suas obrigações e deveres impostos pela regulação.

Apesar da acusação afirmar que o administrador fiduciário deixou de estabelecer meios para verificar, tecnicamente, a decisão, não é possível assim dizer, pois, novamente, esse não é o campo de atuação desse terceirizado. De igual modo considerou o Diretor Pablo Renteria, que absolveu a BNY Administradora, bem como o seu diretor responsável.

⁸⁵ CITAÇÃO DIRETA. PAS CVM nº RJ2015/120587

⁸⁶ Diretor de Operações da BNY Administradora

⁸⁷ CITAÇÃO DIRETA. PAS CVM nº RJ2015/120587

5.2. Os deveres e responsabilidades do gestor

De acordo com as alegações do diretor responsável pela BNY Gestora, foi declarado que a diretoria da Postalis, detentora do fundo, realizava a decisão de investimentos, impedindo que a gestora pudesse exercer suas atividades, quais sejam de analisar e escolher os ativos para a carteira do condomínio. Dessa forma, restaria configurado que o responsável pela subscrição das debêntures da ROPart seria o próprio cotista.

Segundo o art. 56, §2º da Instrução CVM nº 409, o gestor é o prestador de serviços responsável por “negociar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros do fundo”⁸⁸. Ademais, de acordo com o próprio regulamento do fundo, a negociação dos ativos da carteira cabia à BNY Gestora.

Como anteriormente discutido, o gestor não pode se esquivar da sua principal função, qual seja a análise e escolha de ativos. Nesse sentido, em conformidade com Eduardo Pavia⁸⁹, os fundos inclusive têm a faculdade de criação de comitê para aconselhamento técnico do gestor⁹⁰. No entanto, não há que se falar em interferência por parte desses na escolha dos ativos. Dessa forma, fica nítido que a Postalis não poderia realizar a seleção dos ativos para aquisição, mesmo sendo o único cotista do fundo.

Pela Deliberação nº 475/2004 da CVM⁹¹, as entidades fechadas de previdência privada poderiam gerir seus próprios recursos em um fundo exclusivo, desde que cumprissem os requisitos regulatórios. Essa medida visava facilitar a supervisão da CVM, bem como da Secretaria de Previdência Complementar. Mais uma vez vale ressaltar que, apesar da faculdade

⁸⁸ CITAR A REGULAÇÃO 409

⁸⁹ PAVIA, Eduardo Cherez. Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento privado. COMPLETAR

⁹⁰ Art. 63 da Instrução CVM nº 409: Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo

⁹¹ <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0400/deli475.pdf>

das entidades fechadas de previdência privada, essa não foi a escolha feita pelo cotista para o Fundo Pacific.

Ademais, os gestores devem balizar sua conduta, conforme mencionado anteriormente, segundo a regulação aplicável, bem como o próprio regulamento do fundo. Tendo em vista que o regulamento visa manter a transparência junto ao cotista sobre como será realizada a atuação dos prestadores de serviço do fundo, o seu cumprimento é fundamental para que a lealdade seja mantida. Assim, a permissão do gestor para que o cotista escolha o ativo, diferentemente do que é admitido pela regulação e pelo regulamento, fere a lealdade, diligência e a busca pelo melhor interesse do cotista.

A BNY Gestora também aduziu que a Postalís seria investidor qualificado, o que permitiria a avaliação do risco, bem como a tomada de decisão. De acordo com a Instrução CVM nº 409⁹², uma das classificações de investidor qualificado seria aquele que possui valor superior a R\$ 300.000,00, cuja condição qualificada fora atestada. Importante mencionar que a condição de investidor qualificado implica dizer em maior apetite para risco, não que possua os requisitos para exercer a função de gestor ou que tenha as habilidades analíticas para tal função.

Adicionalmente, cabe evidenciar que, apesar do caso concreto tratar de um fundo exclusivo com um único cotista, esse investidor era entidade fechada de previdência complementar. Tendo em vista que se tratava de recursos financeiros de trabalhadores e aposentados da Postalís, os gestores deveria ter empregado ainda mais diligência e cuidado⁹³.

⁹² Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

I – instituições financeiras;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;

V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;

VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

⁹³ CITAR PAS 2015/12087 P. 27

Inclusive, a respeito dos fundos exclusivos, é importante destacar que, apesar da natureza de condomínio, ou seja, da principal característica de um fundo ser a comunhão de direitos, há apenas um único cotista. Nesses casos, de acordo com Rafael Andrade⁹⁴, “existe o natural desejo do detentor dos recursos em influenciar a gestão do fundo e determinar as estratégias de investimento”.

A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais, por meio do Ofício Circular nº 5/2015⁹⁵, demonstra sua preocupação com os fundos de investimento exclusivos, pois as responsabilidades dos prestadores de serviço se mantêm nas tomadas de decisão, ainda que os cotistas, nesses casos, tendam a tentar influenciar a decisão. A partir dessa perspectiva, a SIN estabelece algumas medidas importantes para assegurar a legitimidade das operações.

Uma das atividades que os terceirizados devem manter uma especial supervisão são as “operações realizadas entre as mesmas partes ou em benefício das mesmas partes, nas quais haja seguidos ganhos ou perdas no que se refere a algum dos envolvidos”, exatamente o que ocorre no Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087.

A respeito das peculiaridades dos fundos exclusivos, no julgamento de outro caso⁹⁶, o Diretor Gustavo Gonzalez afirmou que, ainda que o cotista tenha influenciado ou realizado a escolha do ativo, o “gestor da carteira de fundo exclusivo não se exime de sua responsabilidade por acatar recomendações do cotista”⁹⁷.

Tendo em vista os pontos ressaltados a respeito das características do cotista, bem como do fundo, cabe agora analisar a responsabilidade dos gestores dos fundos.

⁹⁴ <https://www.ldiasadv.com.br/cms/wp-content/uploads/andrade-r-alem-da-quase-obsessao-pela-natureza-juridica-discussoes-atuais-sobre-fundos-de-investimento-2020.pdf>

⁹⁵ <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0515.pdf>

⁹⁶ Processo administrativo sancionador 02/2013 ou 03/2013

⁹⁷

https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190122_PAS_CVM_02_2013_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf

Os gestores, como evidenciado ao longo do trabalho, não respondem administrativamente pelos resultados dos investimentos do fundo. Na verdade, a responsabilidade se estabelece pela forma como realizaram suas atividades, pois trata-se de uma obrigação de meio, não de fim. Nesse sentido, a análise da CVM parte do princípio que os gestores atuaram de boa-fé, cabendo, então à acusação trazer provas de que houve violação aos deveres desses prestadores.

Outro detalhe importante trata-se das características da debênture adquirida em comparação com as outras opções disponíveis no mercado. De acordo com os dados levantados pela SIN, havia opções mais bem remuneradas em relação ao risco e também com prazo menor. Ainda que a CVM realize sua análise a partir do cumprimento dos deveres, cabe evidenciar que a busca pelo melhor interesse do cotista e a diligência devem determinar a atuação dos gestores. Tendo em vista que a BNY gestora subscreveu as debêntures com pior condição em relação ao risco x rentabilidade, fica nítido que não houve a procura pelos interesses do fundo.

A ausência de diligência do gestor fica clara pelos seguintes fatos: (i) as garantias oferecidas pela empresa ROPart não foram previamente examinadas; (ii) o relatório de rating, que indicava classificação “A-”, foi produzido após a subscrição das debêntures; (iii) as garantias descritas no mencionado relatório não existiam; (iv) os custos exorbitantes de consultoria e emissão das debêntures e; (v) o conflito de interesses entre o sócio da ROPart e das empresas de consultoria.

Tendo em vista que o dever de diligência implica exame cuidadoso da conduta, essas atitudes demonstram o oposto na atuação desse prestador. O alto custo da emissão deveria ser indicativo de violação à higidez da operação. Nesse caso, com uma breve checagem, seria possível identificar o conflito de interesses.

Por fim, de acordo com o relatório da SIN, fica nítido que o gestor não levou em consideração, no momento da aquisição do ativo, o relatório produzido pela BNY

Administradora, que não recomendava a subscrição das debêntures da ROPart. Mesmo com o relatório, a BNY gestora optou pela aquisição do ativo, violando o dever fiduciário, a lealdade e o melhor interesse do cotista.

Nesse sentido, fica clara a responsabilidade em âmbito administrativo da BNY gestora pelas violações aos deveres impostos pelos gestores no que se refere ao art. 65-A da Instrução CVM nº 409. Inclusive, de acordo com a relatoria do caso, as infrações são graves, pois (i) envolveram mais de 50% do patrimônio líquido do fundo, (ii) atingiram trabalhadores, aposentados e pensionistas da Postalís (iii) e o segundo relatório solicitado à BNY Administradora tinha como finalidade à averiguação da PREVIC, ainda que com inconsistências e dados incongruentes com a realidade.

O Diretor Relator Pablo Renteria deixa claro que: “Ao agirem de maneira desleal na gestão do Fundo Pacific, os Acusados atentaram, a uma só tempo, contra a higidez do mercado de valores mobiliários e a integridade do sistema previdenciário.”⁹⁸

A partir dos pontos analisados, fica claro que o tema é fundamental não apenas para manutenção do mercado de capitais e prevenção de riscos dessa indústria, mas também para a proteção dos investidores, principalmente os de pequeno porte. Deve ser ressaltado que um dos princípios que regem o mercado de capitais, de modo geral, é a proteção da economia popular.

5.3. Breve análise do processo à luz das novas normas

A CVM, ao longo do tempo, tem modernizado sua regulação em decorrência da velocidade com que o mercado de capitais tem se transformado. Nesse sentido, esse trabalho entende que uma das medidas adotadas para evitar que sua regulação possua “prazo de validade” muito encurtado seja estabelecer os deveres dos prestadores de serviço por meio de

⁹⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/12087, Dir. Relator Pablo Renteria, julgado em 24 de julho de 2018.** Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201512087.pdf>>. Acesso em: 14 de junho de 2022. p. 49

técnica legislativa mais abrangente. Com o objetivo de não estabelecer as condutas taxativamente, a CVM mantém um rol exemplificado, como pode ser verificado no art. 65-A da Instrução CVM nº 409, bem como na Instrução CVM nº 555.

Mesmo com o passar do tempo e com a edição de uma nova regulação, qual seja a Instrução CVM nº 555, ainda há dificuldade em avaliar concretamente os deveres desses prestadores de serviço, como destaca Rafael Andrade⁹⁹ em sua recente obra:

a CVM, diante do crescimento da indústria brasileira de fundos de investimento, passou a mobilizar maiores esforços em sua supervisão e fiscalização dos fundos de investimento e, em especial, da atuação de seus prestadores de serviço. Conseqüentemente, a autarquia tem enfrentado cada vez mais, em casos concretos, discussões com relação à atuação dos gestores e administradores. A existência de estudos doutrinários mais aprofundados sobre o tema pode qualificar, em muito, os debates havidos no âmbito da CVM, assim como ocorre, por exemplo, com relação à atuação dos administradores de companhias abertas.

Para a possível mudança de panorama, aguardava-se da CVM, bem como do legislador infraconstitucional uma nova perspectiva a respeito da indústria de fundos de investimento. Um exemplo concreto dessa mudança da regulação da CVM é que, pela Instrução 558, foi estabelecida nova obrigação ao administrador fiduciário, qual seja a necessidade de comunicar à CVM os fatos que indicassem possível violação aos deveres dos prestadores de serviço¹⁰⁰.

A Lei da Liberdade Econômica¹⁰¹ também avança alguns assuntos que, apesar de não serem novos para os doutrinadores e especialistas da área, trazem segurança jurídica para a indústria.

⁹⁹ ANDRADE, Rafael. Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, [s. l.], ano 2020, v. 88, p. 179-204, 1 jun. 2020. Disponível em: <https://www.lldiasadv.com.br/cms/wp-content/uploads/andrade-r-alem-da-quase-obsessao-pela-natureza-juridica-discussoes-atuais-sobre-fundos-de-investimento-2020.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2022. p. 11.

¹⁰⁰ “Art. 16: O administrador de carteira de valores mobiliários deve:
VIII – informar à CVM sempre que verifique, no exercício das suas atribuições, a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 10 (dez) dias úteis da ocorrência ou identificação; e”

¹⁰¹ BRASIL. **Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

Nesse sentido, por exemplo, foi confirmado que “avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços”¹⁰².

Porém, a inclusão, alteração ou mesmo exclusão de algumas obrigações regulatórias ou legais não implicam dizer em avanço da regulação. A partir da pressão, principalmente dos agentes atuantes do mercado, a Lei da Liberdade Econômica foi editada também com a intenção de endereçar alguns pontos latentes para os prestadores de serviço¹⁰³.

Nesse sentido, o art. 1.368-D estabelece que:

Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: (...)

II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade;

Apesar do artigo não tratar diretamente do tema desse trabalho, dado que dispõe a respeito da responsabilidade civil, demonstra a intenção do legislador infraconstitucional em esclarecer algumas distorções. Não obstante, tal medida não pode se concretizar, pois, na prática, os fundos de investimento cujo regulamento era regido pela Instrução Normativa CVM nº 409, manteriam a solidariedade, com exceção dos FIDCs e FIIs.

¹⁰² Art. 1.368-D, §2º do Código Civil

¹⁰³ CENTRO de Estudos do mercado financeiro e de capitais da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. **Manifestação sobre a Audiência Pública SDM nº 08/2020**. São Paulo, 15 abr. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0820_Centro-de-Estudos-do-Mercado-Financeiro-e-de-Capitais-CEM.pdf. Acesso em: 14 jun. 2022. p. 8-9.

Mesmo assim, há que se reconhecer o importante avanço na disciplina, principalmente da responsabilidade dos prestadores de serviço, pois, de acordo com o art. 1.368-D, pode constar do próprio regulamento os critérios de aferição da responsabilização. Esse ponto se mostra particularmente interessante, pois como evidenciado ao longo do trabalho, a ausência de concretude dos deveres e responsabilidades, bem como da extensão da limitação, se mostra fundamental¹⁰⁴.

Tendo em vista os pontos elucidados, pode-se perceber que apesar da existência de algumas mudanças regulatórias, esse trabalho entende que não haveria no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12087 alteração no julgamento. A exceção seria a obrigação do administrador de indicar tempestivamente à CVM alerta de violação dos deveres por parte dos prestadores., conforme estipulado pela Instrução CVM nº 558.

¹⁰⁴ De acordo com Santa Cruz e Laura Domingues, podem ser aplicadas as regras dos administradores das companhias no que se refere ao *business judgement rule*. No entanto, o presente trabalho entende que essas regras não são aplicáveis, na medida em que a natureza jurídica dos fundos de investimento é a de condomínio *suis generis*.

6. CONCLUSÃO

A partir desse trabalho, pode-se analisar as responsabilidades dos gestores e administradores dos fundos de investimento sob a ótica do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087.

Para isso, foi necessário analisar (i) a natureza jurídica e as principais características dos fundos de investimento; (ii) quem são os gestores e administradores de fundos de investimento e quais são os seus deveres à luz da regulação aplicável ao caso, bem como a jurisprudência da CVM; (iii) o risco, sua relação com os prestadores de serviço do fundo e também a implicação para a compreensão da responsabilidade dos prestadores e, por fim, (iv) o caso concreto a partir dos pontos estudados ao longo de todo o trabalho, bem como levantar quais possíveis impactos a nova regulação representaria para o PAS nº RJ2015/12087.

Nesse sentido, foi o trabalho buscou contribuir com para o assunto de modo a traçar, a partir das análises já existentes, quais são as responsabilidades e os deveres dos administradores e gestores de fundos de investimento. Para tanto, podemos traçar, em linhas gerais, o dever de probidade, diligência, fiduciário e lealdade. Todavia, esses se dividem em alguns outros que têm implicações próprias relevantes, como o dever de fiscalização, de informação e, até mesmo, o de boa-fé.

Pode-se destacar que, a partir da análise do tema em questão, o resultado foi diferente do que era esperado. Isso porque, apesar do trabalho se propor a analisar os deveres e a responsabilidade dos gestores e administradores, foi percebido que, em decorrência do cenário à época do regime jurídico, não havia expectativa de evolução desses institutos.

Como discutido e elucidado em diversos pontos do trabalho, parece importante ressaltar a necessidade da Comissão de Valores Mobiliários editar nova regulação de modo a estabelecer, ainda que de modo não taxativo, alguns aspectos dos deveres. A manutenção

dessa estrutura não apenas contribui para que os prestadores de serviço que atuam de má-fé se escondam sob essas justificativas, mas também para a impossibilidade de que os cotistas cobrem dos prestadores de serviço, de maneira concreta, condutas específicas em conformidade com os deveres. A subjetividade, apesar de possuir relevância em um mercado marcado pela rápida e constante evolução, deixa margem para má-fé.

Além disso, cabe ressaltar que ficou clara a importância dos julgados da CVM, pois, enquanto a regulação desatualizada, a jurisprudência do colegiado nos parece trazer não apenas atualidades para os julgamentos, mas também importantes traços de concretude para o assunto. Ainda, a mera análise regulatória se mostrou insuficiente para delimitar importantes aspectos do assunto.

Como perspectiva de evolução do assunto, assim como Rafael Andrade menciona¹⁰⁵, existe uma intensa discussão acerca de temas que, atualmente, já possuem resposta mais estruturada, como, por exemplo, a natureza dos fundos de investimento, ou, até mesmo, a responsabilidade dos gestores e administradores. Nesse sentido, seria interessante perceber a evolução da doutrina para discutir, por exemplo, sobre os fundos exclusivos e a maneira como podem desequilibrar a lógica da regulação.

¹⁰⁵ ANDRADE, Rafael. Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, [s. l.], ano 2020, v. 88, p. 179-204, 1 jun. 2020. Disponível em: <https://www.ldiasadv.com.br/cms/wp-content/uploads/andrade-r-alem-da-quase-obsessao-pela-natureza-juridica-discussoes-atuais-sobre-fundos-de-investimento-2020.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2022.

7. REFERÊNCIAS

ALVES, André G. de S. **Os fundos de investimento entre a regulação social do mercado e a proteção jurídica do investidor-consumidor**. Orientador: Maria Luiz Pereira de Alencar Mayer Feitosa. 2011. 167 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídicas) – Pós-graduação em Ciências Jurídicas da Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2011. Disponível em: <https://repositorio.ufpb.br/jspui/bitstream/tede/4360/1/arquivototal.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2022.

ANDRADE, Rafael. Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, [s. l.], ano 2020, v. 88, p. 179-204, 1 jun. 2020. Disponível em: <https://www.ldiasadv.com.br/cms/wp-content/uploads/andrade-r-alem-da-quase-obsessao-pela-natureza-juridica-discussoes-atuais-sobre-fundos-de-investimento-2020.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2022.

ANUÁRIO da Indústria de Fundos: Guia traz um panorama completo de investimentos no Brasil. [S. l.]. Disponível em: https://eaesp.fgv.br/sites/eaesp.fgv.br/files/u68/anuario_fundos_2022.pdf. Acesso em: 14 jun. 2022.

ARRUDA, Fernando Spina. **Fundos de Investimento regulados pela ICVM 409**. Tese (Pós-Graduação) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013. Disponível em: <https://www.repositorioinsper.cloud/bitstream/11224/321/1/Fernando%20Spina%20Arruda_trabalho.pdf>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

AZEVEDO, Jordano S. Análise das alterações promovidas pela Lei 13.874/2019 no regime jurídico dos fundos de investimento. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, [s. l.], ano 2017, v. 6, n. 1, p. 01-21, 21 jul. 2020. Disponível em:

<https://pdfs.semanticscholar.org/8b30/ccabfc57fd8d94a3c6ea7854a0f80f16fcfc.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2022.

BENTIVEGNA, Enrico J.; HEEMSTEDE, Felipe T. As novas Instruções CVM nº 554 e 555: Alterações ao conceito de investidor qualificado e às regras aplicáveis a fundos de investimento. **Migalhas**, [S. l.], 23 fev. 2015. Migalhas de peso, p. 1. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/215853/as-novas-instrucoes-cvm-554-e-555---alteracoes-ao-conceito-de-investidor-qualificado-e-as-regras-aplicaveis-a-fundos-de-investimento>. Acesso em: 14 jun. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 306 de 05 de maio de 1999**. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst306.html>>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 409** de 18 de abril de 2014. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 476** de 16 de janeiro de 2019. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 555** de 04 de junho de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>>. Acesso em: 10 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 558** de 27 de março de 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst558.html>>. Acesso em: 10 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/12201, Dir. Relatora Luciana Dias, julgado em 4 de agosto de 2015.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150804_PAS__RJ201212201.pdf>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2014/3161. Diretora Relatora Flávia Sant'Anna Perlingeiro, julgado em 10 de novembro de 2020.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/SEI_19957010705_2019_82.pdf>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/6143, Dir. Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 24 de abril de 2018.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180424_PAS_RJ20156143.html>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 07/2012, Dir. Relator Gustavo Tavares Borba, julgado em 07 de março de 2017.** Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2017/20170307_PAS_072012.htm>. Acesso em: 03 de junho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2019/1400, Diretor Relator Presidente. Marcelo Barbosa, julgado em 17 de dezembro de 2019.** Disponível em: <[dshttps://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2019/RJ20191400.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2019/RJ20191400.pdf)>. Acesso em: 04 de junho de 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/12087, Dir. Relator Pablo Renteria, julgado em 24 de julho de 2018.** Disponível

em:<<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ201512087.pdf>>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

BRASIL. **Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

BRASIL. **Lei 4.728 de 14 de julho de 1965.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14728.htm>. Acesso em: 14 de junho de 2022.

BRASIL. **Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976.** Disponível em:<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 01 fev. 2022.

CAMARGO, José. PRINCÍPIOS DE PROIBIDADE E BOA-FÉ. **Revista SJRJ**, Maringá, ano 2010, v. 17, p. 265-288. Disponível em: <<https://www.jfrj.jus.br/sites/default/files/revista-sjrj/arquivo/173-652-2-pb.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2022.

CAMPOS, Graziela F.; LEÃO, Jéssica S.; SANTOS, Fernando de A. Gestão de risco para os fundos de investimento. **RMGC –Revista Metropolitana de Governança Corporativa**, São Paulo, ano 2019, v. 4, n. 2, p. 87-100, 17 dez. 2019. Disponível em: <http://revistaseletronicas.fmu.br/index.php/RMGC/article/view/2035/1543>. Acesso em: 14 jun. 2022. (MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do Administrador dos Fundos de Investimento. In: Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. n.º 30. p. 290. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

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

CENTRO de Estudos do mercado financeiro e de capitais da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. **Manifestação sobre a Audiência Pública SDM nº 08/2020**. São

Paulo, 15 abr. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0820_Centro-de-Estudos-do-Mercado-Financeiro-e-de-Capitais-CEM.pdf. Acesso em: 14 jun. 2022.

COELHO, Alexandre. **A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: Um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimento.** Orientador: Viviane Muller Prado. 2015. 161 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2015. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13779/Disserta%20a7%20a3o%20Mestrado_ARCoelho_%2009.06.15_FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 14 de junho de 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM Educacional. **A ação fiscalizadora e o poder da CVM.** [S. l.]. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/A_acao_fiscalizadora_e_os_poderes_CVM.html. Acesso em: 14 jun. 2022.

CONSOLIDADO **Histórico de Fundos de Investimento: Abril/2022.** [S. l.], 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 14 jun. 2022.

DA SILVA, João E. B. F. **Governança Corporativa dos Fundos de Investimento.** Orientador: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque. 2019. 54 p. Trabalho de conclusão de curso (Pós-Graduação em Direito) - Instituto de ensino e pesquisa INSPER, São Paulo, 2019. Disponível em: https://repositorioinsper.cloud/bitstream/11224/2326/4/JO%20EVANDRO%20BARRETO%20DA%20SILVA%20FILHO_trabalho.pdf. Acesso em: 14 jun. 2022.

DE SÁ, Rafael V. de A. **O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento: Origem, Fundamentos e Perspectivas.** Orientador: Viviane Muller Prado. 2021. 287 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2021. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/30894/2021%2007%2028%20-%20Disserta%20a7%20a3o%20p%20b3s-defesa%2028dep%20b3sito%20final%29.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 14 jun. 2022.

DOMINGUES, Laura. **Uma análise dos deveres e responsabilidades de administradores e gestores de fundos de investimento.** 2016. Dissertação (Graduação em Direito) – Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, São Paulo, 2016. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/18981/LAURA%20MOREIRA%20DOMINGUES.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 14 de junho de 2022

DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento.** São Paulo: Almedina, 2018.

EIZIRIK, N.; GAAL, A. B.; HENRIQUES, M. F.; PARENTE, F. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico.** 4a edição. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FRANKEL, Tamar. **Fiduciary Law.** California Law Review, 795, 1983. Disponível em:< <https://lawcat.berkeley.edu/record/1109279/files/fulltext.pdf>>. Acesso em: 10 Mai. 2014.

FREITAS, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin, 2006

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro, volume 3: contratos e atos unilaterais / Carlos Roberto Gonçalves.** – 14. ed. – São Paulo: Saraiva, 2017.

GROLA, Fúlvia Bolsoni. **A administração e gestão de fundos de investimentos em participações - FIP: uma análise sobre a responsabilidade civil e administrativa do administrador e do gestor**. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

International Organization of Securities Commissions. **Conflicts of Interests of CIS Operators**. 2000. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf> Acesso em: 01 de junho de 2022.

IOSCO. **Principles for the Regulation of Collective Investment Schemes and Explanatory Memorandum**, 1994, p. 9. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf>>. Acesso em: 15.2.2021.

JORGE, Eduardo A. M. T. **A Estruturação Legal de Fundos de Investimento**. Orientador: José Gabriel Assis de Almeida. 2015. 64 p. Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Direito) - Escola de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <http://www.unirio.br/ccjp/arquivos/tcc/2015-1-eduardo-alves-mota-tavares-jorge>. Acesso em: 14 jun. 2022.

LEITE, Carlos. **Incidência do regime jurídico do Código de Defesa do Consumidor nos fundos de investimento: deveres e responsabilidades do administrador**. Orientador: Ivan Lira de Carvalho. 2017. 141 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2017. Disponível em: https://repositorio.ufrn.br/bitstream/123456789/24450/1/Incid%c3%aanciaRegimeJur%c3%aaddico_Leite_2017.pdf. Acesso em: 14 jun. 2022.

MORONE, José O. F. C. **A indústria de fundos de investimento no Brasil: o poder regulamentar como garantia ao investidor e a responsabilidade civil do administrador de fundos**. Orientador: Fernando A. Albino de Oliveira. 2005. 947 p. Tese (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em:

<https://tede.pucsp.br/bitstream/handle/7657/1/Jose%20Oswaldo%20Fernandes%20Caldas%20Morone.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2022.

OLIVEIRA, Milena. **Do negócio fiduciário à fidúcia**. Orientador: Gustavo Tepedino. 2013. 224 p. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <https://www.bdt.d.uerj.br:8443/bitstream/1/9270/1/Milena%20total.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2022.

PAVIA, Eduardo C. **Fundos de investimento**: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento privado. Orientador: Ivo Waisberg. 2014. 183 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/6726>. Acesso em: 14 jun. 2022.

PEREIRA, Caio A. F. **A Responsabilidade do Gestor de Fundo de Investimentos**. Orientador: Norma Jonssen Parente. 2019. 66 p. Monografia (Graduação em Direito) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/45726/45726.PDF>. Acesso em: 14 jun. 2022.

PEREIRA, Caio M. da S. **Instituições de direito civil – V. II / Atual**. Guilherme Calmon Nogueira da Gama. – 29. ed. rev. e atual. – Rio de Janeiro: Forense, 2017.

REIS, Tiago. Rating: o que é e como funciona essa classificação de risco?. **Suno**, [S. l.], ano 2019, 14 ago. 2019. Suno artigos. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/rating/>. Acesso em: 14 jun. 2022.

SANTA CRUZ, André. **Notas do Curso Sobre a Lei da Liberdade Econômica, na modalidade a distância, ministrado perante a rede de ensino CP JURIS**, gravado em setembro de 2019. Brasília/DF: 2019.

SGARBI, Mariana L. F. **Limites da Atuação da Comissão de Valores Mobiliários na Regulação dos fundos de investimento.** Orientador: Sergio Mourão Corrêa Lima. 2014. 115 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2014. Disponível em: https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUBD-9XQH6H/1/disserta__o__mariana_loyola_ferreira_sgarbi_27.08.2014__formatada__o_lucio__full_abnt_.pdf. Acesso em: 14 jun. 2022.

TEPEDINO, Gustavo. **Novos Princípios Contratuais e Teoria da Confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers,** Rio de Janeiro. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/131504/mod_resource/content/1/Novos%20Princ%C3%ADpios%20Contratuais%20e%20Teoria%20da%20Confian%C3%A7a%20a%20exegese%20da%20cl%C3%A1usula%20to%20the%20best%20knowledge%20of%20the%20sellers%20-%20Gustavo%20Tepedino%20.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2022.

YAZBEK, Otavio. **Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios.** In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). *Temas essenciais de direito empresarial estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa.* São Paulo: Saraiva, 2012