

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO**

**ANÁLISE DAS OBRIGAÇÕES LEGAIS DO GESTOR DE FUNDO DE
INVESTIMENTO E ADMINISTRADOR DE COMPANHIA COM AÇÕES EM
BOLSA**

JOSÉ CLAUDIO ANDRADE SCRAMIGNON

RIO DE JANEIRO

2022

JOSÉ CLAUDIO ANDRADE SCRAMIGNON

**ANÁLISE DAS OBRIGAÇÕES LEGAIS DO GESTOR DE FUNDO DE
INVESTIMENTO E ADMINISTRADOR DE COMPANHIA COM AÇÕES EM
BOLSA**

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 orientação da Prof^ª. Kone Prieto Furtunato Cesário e coorientação da Prof^ª. Thalita Almeida.**

.

RIO DE JANEIRO

2022

CIP - Catalogação na Publicação

S433a Scramignon, José Cádio Andrade
ANÁLISE DAS OBRIGAÇÕES LEGAIS DO GESTOR DE FUNDO
DE INVESTIMENTO E ADMINISTRADOR DE COMPANHIA COM
AÇÕES EM BOLSA / José Cádio Andrade Scramignon. --
Rio de Janeiro, 2022.
89 f.

Orientadora: Kone Prieto Furtunato Cesário.
Coorientadora: Thalita Almeida.

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

1. Fundos de investimento. 2. Administrador. 3.
Companhias Abertas. I. Cesário, Kone Prieto
Furtunato, orient. II. Almeida, Thalita, coorient.
III. Título.

JOSÉ CLAUDIO ANDRADE SCRAMIGNON

**ANÁLISE DAS OBRIGAÇÕES LEGAIS DO GESTOR DE FUNDO DE
INVESTIMENTO E ADMINISTRADOR DE COMPANHIA COM AÇÕES EM
BOLSA**

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 orientação da Prof^a. Kone Prieto Furtunato Cesário e coorientação da Prof^a. Thalita Almeida.**

Data da Aprovação: __ / __ / ____

Banca Examinadora:

Prof^a. Kone Prieto Furtunato Cesário - Orientadora

Prof^a. Thalita Almeida - Coorientadora

Membro da Banca

RIO DE JANEIRO

2022

RESUMO

O presente trabalho se propõe a analisar os paralelos jurídicos existentes entre a figura do gestor de fundos de investimento e administrador de companhia aberta. Para isso, analisar-se-ão as disposições trazidas pela legislação acerca dos deveres e responsabilidades de cada um, buscando qual delas é mais rígida e efetiva. Isto será feito tendo sempre como norte o melhor interesse do investidor, de modo que, a partir da análise traçada, seja possível concluir quem tem posição jurídica mais favorecida, se o investidor de companhia, ou o cotista de fundo.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Administrador. Companhia Aberta.

ABSTRACT

The present project aims at analyzing the legal parallels between the manager of investment funds and the administrator of listed companies. In order to do that, it will describe the legislation about the duties and responsibilities of each, seeking which is more rigid and effective. That shall be done always with the best interest of the investor in mind, so that, from the analysis conducted, it is possible to conclude who has the most advantageous legal position, whether the company associate, or the fund shareholder.

Keywords: Investment fund. Administrator. Listed Companies.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO I - FUNDOS DE INVESTIMENTO E COMPANHIAS	11
1.1 Fundos de Investimento	11
<i>1.1.1 Fundos Abertos e Fechados</i>	13
<i>1.1.2 Classificação dos Fundos</i>	14
1.1.2.1 Fundos de Renda Fixa	14
1.1.2.2 Fundos de Ações.....	15
1.1.2.3 Fundos Cambiais	16
1.1.2.4 Fundos Multimercado.....	16
1.1.2.5 Fundos Estruturados	16
1.1.2.5.1 Fundos de Investimento em Participação	17
1.1.2.5.2 Fundos de Investimento em Direitos Creditório.....	18
1.1.2.5.3 Fundos de Investimento Imobiliários	19
<i>1.1.3 Fundos de Investimento no Código Civil</i>	21
1.2 Companhias	23
<i>1.2.1 Companhias Aberta e Fechadas</i>	24
<i>1.2.2 Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista</i>	26
1.3 Semelhanças e Diferenças entre Fundos de Investimento e Companhias	27
CAPÍTULO II - DEVERES DOS GESTORES DE FUNDOS E ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS	29
2.1 Normativa dos Fundos de Investimento	29
2.1.1 <i>Quem é o gestor?</i>	30
2.1.2 <i>Diferença em Relação ao Administrador de Companhia</i>	31
2.1.3 <i>Vantagens e Desvantagens para o Cotista</i>	32
2.1.3.1 Taxa de Administração.....	32
2.1.3.2 Taxa de Performance	33
2.1.4 <i>Gestor e Administrador de Fundo</i>	33
2.1.5 <i>Gestores Múltiplos</i>	35
2.1.6 <i>Responsabilidade Solidária entre Gestor e Administrador</i>	36
2.1.7 <i>Vedações e Obrigações do Gestor</i>	37
2.1.7.1 Vedações.....	37
2.1.7.2 Obrigações	38

2.1.6.2.1 Mecanismo de Gestão da Liquidez.....	40
2.1.6.2.2 Corrida de resgate, <i>Swing Pricing</i> e <i>Side Pocket</i>	41
2.1.7.3 Normas de Conduta	45
2.1.8 <i>Fundos Estruturados</i>	46
2.1.8.1 Fundos de Investimento em Participação	47
2.1.8.2 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios	48
2.1.8.3 Fundos de Investimento Imobiliários	49
2.1.9 <i>Conclusão – Deveres do Gestor</i>	50
2.2 Normativa das Companhias	51
2.2.1 <i>Responsabilidade do Administrador</i>	55
2.2.1.1 Sociedades de Economia Mista	56
2.3 Conclusão do Capítulo	58
CAPÍTULO III - CASOS CONCRETOS	61
3.1 Processo Administrativo Sancionador CVM N° 15/08	61
3.1.1 <i>Descrição dos Fatos</i>	61
3.1.2 <i>Argumentos Utilizados</i>	62
3.1.3 <i>Fundamentos do Voto do Relator</i>	63
3.1.4 <i>Acórdão</i>	65
3.1.5 <i>Análise Crítica</i>	66
3.2 Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2019/1400 (Processo Eletrônico SEI 19957.011774/2017-41)	67
3.2.1 <i>Descrição dos Fatos</i>	67
3.2.2 <i>Argumentos Utilizados</i>	67
3.2.3 <i>Fundamentos do Voto do Relator</i>	68
3.2.4 <i>Voto do Relator</i>	70
3.2.5 <i>Análise Crítica</i>	71
3.3 Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2014/12838 (19957.000591/2015-39)	72
3.3.1 <i>Descrição dos Fatos</i>	72
3.3.2 <i>Argumentos Utilizados</i>	74
3.3.3 <i>Fundamentos do Voto do Relator</i>	76
3.3.4 <i>Acórdão</i>	78
3.4 Conclusão	81
CONCLUSÃO	83

REFERÊNCIAS.....	85
-------------------------	-----------

INTRODUÇÃO

Trata-se de estudo qualitativo sobre as principais obrigações legais impostas aos gestores de fundos de investimento e administradores de companhias abertas. Analisar-se-á não somente a legislação em sentido estrito – tais como a Lei nº 6.404/76 (LSA) ou o Código Civil (doravante, CC) – mas também instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Neste trabalho, buscar-se-á responder qual das duas figuras possui maiores restrições legais: o gestor de fundo, ou o administrador de companhia aberta. Será sempre mantido em perspectiva o interesse do investidor, de modo que, ao final do texto, fique claro qual das duas opções de investimento lhe oferece maior segurança jurídica.

Deve-se ressaltar que “restrições legais” não devem ser interpretadas negativamente, no sentido que tais imposições tornem o desenvolvimento da respectiva atividade custosa e complexa. Antes, quer-se dizer com isso qual das duas figuras possui maiores deveres e responsabilidades para com seus respectivos investidores, os maiores interessados sempre.

Considera-se tal tema relevante pois é perceptível que o Brasil passa por uma revolução no seu mercado financeiro, visto o expressivo número de novos investidores que ingressaram no mercado nos últimos anos. Só em 2020, a Bolsa adquiriu 1,5 milhões de novos investidores, um aumento de 92% em um ano, segundo dados do InfoMoney (D'ÁVILLA, 2020), e, em 2021, aferiu-se um aumento de 56% em comparação a dezembro de 2020 (B3, 2022).

Além disso, com a conversão em lei da Medida Provisória nº 881/2019 na Lei Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), que promoveu mudanças no Código Civil para tratar dos fundos de investimentos, e a edição da Lei nº 14.195/21 (Lei da Melhora do Ambiente de Negócios), a qual alterou, entre outras, a LSA, o tema é bastante atual e relevante.

Como dito acima, analisar-se-ão os diplomas pertinentes para a matéria em questão, e, ao final, será realizado um estudo de casos para se constatar como tais normativas são aplicadas na prática. Após, será concluído o que é mais interessante de um ponto de vista jurídico: ser acionista de companhia ou cotista de fundo.

Pela própria natureza do tema, é impossível que a análise aqui traçada fique hermeticamente fechada no campo jurídico, sem extravasar em momento algum para as finanças e investimentos. Em várias passagens, explanações acerca do mercado de capitais far-se-ão necessárias. Não obstante, o trabalho será majoritariamente orientado a tratar de aspectos jurídicos, focando-se nos aspectos legais e normativos acerca do tema, somente se enveredando pelo ramo de investimentos quando necessário.

CAPÍTULO I - FUNDOS DE INVESTIMENTO E COMPANHIAS

1.1 Fundos de Investimento

Fundos de investimento são comumente descritos como grandes condomínios – sendo inclusive esta a sua definição legal – em que os diversos condôminos, aqui chamados de cotistas, compartilham a participação em um ativo comum, com objetivo de lucro. O fundo, tendo personalidade jurídica autônoma, investe o dinheiro dos cotistas (captado através da venda das cotas) de acordo com a política de investimento – esta pode ter como alvo o mercado acionário, imobiliário, do agronegócio, entre muitos outros.

Tiveram sua origem na Inglaterra em meados do século XIX. No Brasil, só foram surgir cem anos depois, na década de 1950 do século XX, sendo o mais famoso deles o fundo Crescinco, como aponta Gaggini (2021, p. 6). Segundo o mesmo autor, data do final desta década a primeira normativa significativa a tratar dos fundos, a Portaria nº 309/1959 do Ministério da Fazenda, que previu a constituição dos fundos em condomínio (2021, p.6). Após, foi um longo caminho até que com a Lei nº 13.874/19 (Lei de Liberdade Econômica), os fundos foram finalmente inseridos no Código Civil.

De acordo com o art. 1.368-C do Código Civil, introduzido pela Lei nº 13.874/19, “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”. Percebe-se pela moldura legal que o escopo de atuação de um fundo de investimento é bastante largo, uma vez que a norma não especifica quais seriam estes “ativos financeiros”, dando ampla margem aos gestores.

Pela sua própria definição, é possível perceber que se aproximam bastante da figura das sociedades. A diferença é que, enquanto que nestas as partes integrantes (sócios) reúnem seu capital para a realização de uma atividade visando ao lucro, no fundo o que se tem é o investimento em negócios já existentes. O fundo não desenvolve a atividade propriamente dita, senão investe em atividades e mercados já estabelecidos. Em ambos os casos, contudo, objetiva-se o lucro.

O fundo é formado por deliberação de um administrador, segundo o art. 6º da Instrução Normativa/CVM nº 555 (doravante, IN/CVM 555); o administrador, por sua vez, segundo o art. 2º, I, da mesma instrução, é a pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional da gestão de carteiras de valores mobiliários, sendo o responsável pela gestão do fundo. O administrador, contudo, pode contratar gestor para realização desta última função.

Como principais vantagens dos fundos de investimento podem-se apontar: a diversificação automática de investimentos que eles proporcionam, na medida em que “os diversos ativos pertencentes ao fundo se substituem pela cota, viabilizando um investimento indireto múltiplo” (GAGGINI, 2021, p. 3); os fundos permitem que o cotista delegue a gestão de seus recursos a entidades profissionais (GAGGINI, p. 4); e o investimento em fundos permite alto grau de liquidez aos cotistas (GAGGINI, 2021, p. 4).

Já no terreno das desvantagens, algumas apontadas por GAGGINI (2021, p. 5) pode-se indicar: o fato de se contratar administração profissional de ativos, o cotista deve arcar com custos decorrentes deste serviço, através da taxa de administração; a liberdade de escolha do cotista é bastante reduzida, já que se limita ao tipo de fundo e sua respectiva estratégia de investimento, ficando todo o resto a cargo de terceiros; além disso, podem-se apontar os aspectos tributários de algumas modalidades de fundos como desvantajosas em comparação ao investimento direto em ativos.

O que se percebe no cenário brasileiro é que, na percepção do investidor, as vantagens superam em muito as desvantagens, visto o franco crescimento que o mercado de fundos vem sofrendo. Segundo Gaggini (2021, p. 11):

O crescimento de sua participação, no mercado, se observa pelo aumento da indústria ao longo de 20 anos: de um patrimônio de cento e setenta e cinco bilhões de reais, no final do século XX (1999), alcançou, em 2019, a marca de cinco trilhões de reais, o que, segundo informações divulgadas pela ANBIMA, colocaria o Brasil em 10º lugar dentre as maiores indústrias de fundos de investimento do planeta.

Até mesmo por conta da sua relevância crescente no mercado de capitais brasileiros, os fundos, a partir de 2019, passaram a contar com previsão no Código Civil, como referenciado acima. Os art. 1.368-C a 1.368-F passaram a prever normas gerais acerca dos fundos, dentre as quais se destaca sua natureza de condomínio especial, ao qual não se aplicam nenhuma das regras dos condomínios gerais (art. 1.368-C, *caput*, e § 1º, CC). Tal normativa no diploma civil será abordada mais adiante.

Apesar da reforma legal que se introduziu no Código Civil acerca dos fundos, considera-se que ficou aquém do que poderia ter feito. Explicam Oliva e Renteria (2021, p.15) que “Além das dúvidas interpretativas suscitadas por certos dispositivos, o novo texto legal concede amplo espaço à regulamentação da CVM, que, portanto, continua tendo a palavra final sobre quase todos os aspectos atinentes à constituição e ao funcionamento dos fundos”.

Desta forma, a CVM ainda é a principal reguladora do setor em estudo, de modo que partirá da CVM a maior parte dos atos normativos aqui estudados. A título de rápida digressão histórica, pode-se mencionar que este domínio normativo da Comissão de Valores Mobiliários sobre o campo de fundos de investimento se solidificou propriamente em 2001, quando da edição da Lei nº 10.303, que modificou a Lei nº 6.385/76 (lei que cria a CVM) para que o inciso V do seu art. 2º passasse a considerar como valores mobiliários as cotas de fundos de investimento, consolidando assim a CVM como autoridade competente para regular a matéria (OLIVA; RENTERIA, 2021, p. 14). Até então, esta competência era dividida com o BACEN (Banco Central do Brasil).

1.1.1 Fundos Abertos e Fechados

A primeira grande divisão que se pode verificar nos fundos de investimento é se são abertos ou fechados. Dispõe o art. 4º, da Instrução Normativa 555/CVM (doravante IN/CVM 555): “O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo”.

Ou seja, nos fundos abertos o cotista pode, a qualquer momento, resgatar o valor de suas cotas, mediante comunicação ao fundo. Nos fundos fechado, por outro lado, o cotista só pode fazer isso ao final do prazo de duração do fundo, quando o valor de suas cotas lhe é devolvido, com a valorização ou desvalorização ocorrida no período.

Extremamente pertinente é a explicação que Gaggini (2021, p. 4) faz das duas figuras:

Em matéria de liquidez, os fundos abertos se mostram como mecanismos que facilitam ao extremo o resgate de recursos pelos cotistas. Essa lógica se justifica pois, nesse caso, as cotas não são revendidas em mercado, mas as negociações se dão diretamente entre fundo e cotista, tanto para realização do investimento quanto do resgate [...]. Já os fundos fechados, em matéria de negociação de cotas e liquidez,

possuem uma dinâmica bem diferente, se assemelhando bastante à situação, por exemplo, das companhias abertas. Isso porque, nessa hipótese, o fundo realiza a captação de recursos mediante a oferta das cotas aos investidores, mas não permite o constante resgate direto das cotas [...]. Portanto, diante da impossibilidade de resgate a qualquer tempo perante o fundo, cabe ao cotista, para converter suas cotas em dinheiro, revender a terceiros, o que pode dificultar tal objetivo.

1.1.2 Classificação dos Fundos

Como introdução ao estudo de fundos de investimento, ainda que dentro da perspectiva específica dos deveres de seus gestores em comparação aos do administrador de companhias abertas, é pertinente uma curta análise acerca das suas classificações, trazidas no art. 108, IN/CVM 555. Dispõe tal dispositivo que, quanto à composição de sua carteira, fundos de investimento podem ser classificados como: de renda fixa, de ações, multimercado e cambiais. Ainda há uma outra classificação de fundos, os fundos de investimento imobiliário, que serão analisados mais à frente.

1.1.2.1 Fundos de Renda Fixa

Prevista entre os arts. 109 e 114 da IN/CVM 555, esta modalidade de fundo é aquela em que, por disposição do *caput* do art. 109, IN/CVM 555, o principal fator de risco deve ser a variação da taxa de juros, índice de preços, ou ambos. Assim, é muito comum que aportem em ativos indexados à Taxa Selic ou ao IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo), por exemplo.

Não se encontram aqui disposições relevantes acerca de obrigações do gestor, com exceção do art. 113, § 3º, IN/CVM 555. O art. 113 trata da figura do fundo de renda fixa simples, que nada mais é do que o fundo que aporta, no mínimo, 95% de seu capital em títulos da dívida pública federal (a modalidade mais segura de investimento) ou em operações compromissadas lastreadas neste; ou em títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituição financeira, desde que tenham classificação de risco semelhante aos anteriores; ou em títulos de emissão, responsabilidade ou coobrigação de instituição financeira autorizada a operar pelo Banco Central do Brasil, desde que, no caso de tais títulos serem lastreados em títulos de responsabilidade de pessoas privadas, sua classificação de risco seja equivalente aos títulos da dívida pública federal.

Como se percebe, é uma modalidade que preza sobretudo pela segurança. Em decorrência disto, tem-se a previsão do supracitado § 3º do art. 113, IN/CVM 555, segundo o qual o gestor do fundo deve adotar estratégia de investimento que proteja este de riscos de perda e volatilidade. É um dispositivo interessante pois cria um dever pouco comum no mundo empresarial, no qual os riscos de perda e volatilidade, entre outros, são da própria natureza da atividade.

Pode-se comentar que essa é uma obrigação que não possui equivalência no regramento das companhias abertas, já que o art. 153, Lei nº 6.404 (doravante LSA) prevê somente que o administrador deve empregar no exercício das duas funções o cuidado e diligência que se espera que alguém ativo e probo empregue na administração de seus próprios negócios. Além disso, nenhum dos dispositivos que se seguem prevê o dever de adotar estratégia de negócios que proteja a companhia de riscos de perda ou volatilidade – o que seria algo impossível.

Assim sendo, o disposto no art. 113, § 3º, IN/CVM 555, traz um dever positivo ao gestor do fundo que não se estende ao administrador de companhia aberta, o que faz com que esta modalidade específica de investimento (fundo de renda fixa simples) possua uma grande garantia legal de segurança ao investidor – e, igualmente, uma importante limitação à liberdade do gestor na condução dos investimentos.

1.1.2.2 Fundos de Ações

Previstos no art. 115, IN/CVM 555, são os fundos que aportam ao menos 67% de seu patrimônio em ações que circulem em mercado organizado; bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósitos de ações que circulem no mercado organizado; cotas de fundos de ações ou cotas de fundos de índice de ações negociados no mercado organizado; ou BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*) de nível I ou II.

Fundos de ações não possuem disposições relevantes acerca dos deveres de seus administradores.

1.1.2.3 Fundos Cambiais

Previstos no art. 116, IN/CVM 555, possuem como principal fator de risco a variação no preço de determinada moeda estrangeira, ou a variação de cupom cambial, devendo aportar, no mínimo, 80% de seu patrimônio no ativo que lhe dá nome.

Como os fundos de ações, não possuem obrigações relevantes aos seus gestores, não se necessitando de análise mais aprofundada.

1.1.2.4 Fundos Multimercado

Por último, previsto no art. 117, IN/CVM 555, fundos multimercado são aqueles que basicamente se expõem a vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum específico.

Também não trazem disposições dignas de nota a seus gestores.

1.1.2.5 Fundos Estruturados

A par dos fundos trazidos na IN/CVM 555, os quais são inclusive chamados comumente de “fundos 555”, e foram abordados acima, ainda há os fundos estruturados, que possuem regulação própria. Tais fundos compreendem os Fundos de Investimento em Participação (FIPs), Fundos de Investimento em Direitos Creditório (FIDCs) e Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs). Ainda há também os Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINEs), mas que, pela sua pouca expressão no cenário de investimentos, não serão abordados aqui.

Fundos estruturados, de um modo geral, “investem em ativos com características menos padronizadas e [...] sujeitam os cotistas a um nível maior de risco” (TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 194). Apesar de não serem tratados na IN/CVM 555, também são disciplinados por ela, já que seu art. 1º prevê que tal Instrução se aplica a qualquer tipo de fundo registrado na CVM, respeitando-se sua regulamentação específica.

Ou seja, para os fundos estruturados, tem-se uma dúplici normatividade: as disposições específicas dos seus respectivos diplomas legais e normativos; mais as regras gerais da IN/CVM 555, que se aplicam aqui subsidiariamente.

1.1.2.5.1 Fundos de Investimento em Participação

Regulamentado pela Instrução Normativa 578/CVM (doravante, IN/CVM 578), fundos de investimento em participação são aqueles que, segundo o art. 5º da Instrução, constituem-se sob forma de condomínio fechado e investem na aquisição de “ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão”.

Aqui percebe-se a principal característica dos FIPs, qual seja, sua efetiva participação nas sociedades investidas, de onde advém o seu nome. Tais fundos não podem simplesmente investir em determinadas espécies de valores mobiliários, como ações, por exemplo, e se limitar a receber os respectivos dividendos para repassá-los aos cotistas. Devem antes influenciar ativamente a vida da sociedade em que realiza seus aportes, com o objetivo de levar ao seu crescimento e conseqüente valorização dos seus papéis. Segundo Tinoco e Vieira (2021, p. 196):

Devidos às suas características, os FIPs são o principal veículo adotado por investidores e gestores no mercado de *private equity* e *venture capital*, que se destina a investimentos de médio a longo prazo em empresas, visando a impulsionar o negócio por ela desenvolvido, não apenas a partir dos recursos aportados, mas também por meio de conhecimento agregado em prol do crescimento do negócio, com o objetivo final de alienação com lucro, seja mediante venda privada ou abertura de capital da sociedade em bolsa de valores.

Segundo o *website* da B3 (2022) (Bolsa de Valores), há quatro subespécies de FIPs, listadas abaixo com a descrição na íntegra:

- FIP – Capital Semente: voltado para aquisição de participações em companhias ou sociedades limitadas que tenham receita bruta anual de até R\$ 16 milhões, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos três exercícios sociais;
- FIP – Empresas Emergentes: voltado para aquisição de participações em companhias ou sociedades limitadas que tenham receita bruta anual de até R\$ 300 milhões, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do

fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos três exercícios sociais;

- FIP – Infraestrutura (FIP-IE) e FIP – Produção Econômica intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I): aqueles que mantêm seu patrimônio investido em títulos de emissão de sociedades anônimas, de capital aberto ou fechado, que desenvolvam, respectivamente, novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação nas áreas de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas prioritárias para o Poder Executivo Federal. Cada FIP-IE e FIP-PD&I deve ter, no mínimo, cinco cotistas, sendo que cada cotista não pode deter mais de 40% das cotas emitidas pelo FIP-IE ou pelo FIP-PD&I ou auferir rendimento superior a 40% do rendimento do fundo.
- FIP – Multiestratégia: são aqueles que não se classificam nas demais categorias por admitir o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas. Estes fundos têm a possibilidade de investir até 100% de seu capital subscrito em ativos no exterior, porém, neste caso, são destinados exclusivamente a investidores profissionais.

Por se tratar de investimento de longo prazo em ativos de baixa liquidez, é considerado de alto risco. Até mesmo por isso, o art. 4º da IN/CVM 578 limita tais fundos a investidores qualificados. Também por conta do seu objetivo de investimento, são importantes meios de financiamento de sociedades de baixa capitalização

1.1.2.5.2 Fundos de Investimento em Direitos Creditório

Os FIDCs são aqueles que, pelo art. 2º, III e I, Instrução Normativa/CVM 356 (doravante, IN/CVM 356) – seu principal diploma regulador – investem parcela preponderante do seu patrimônio líquido em direitos creditórios, os quais, por sua vez, são definidos como “os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants, contratos e títulos referidos no § 8º do art. 40, [da] Instrução”. Por fim, parcela preponderante, pelo art. 2º, VII, IN/CVM 356, é aquela que excede 50% do patrimônio líquido do fundo.

Muito clara em termos da definição dos FIDCs é a lição de Tinoco e Vieira (2021, p. 204 a 205):

[...] Os FIDCs são o veículo utilizado no ordenamento jurídico brasileiro para a securitização de recebíveis, que, simplificadamente, constitui a operação financeira por meio da qual créditos são convertidos em títulos ou valor mobiliários a serem vendidos aos investidores. Ou seja, o FIDC adquire créditos a título oneroso dos denominados cedentes, mediante um desconto em seu valor nominal, tornando-se, então, os novos credores das dívidas. Os ganhos do FIDC decorrem do recebimento do valor integral do crédito pago pelo devedor, denominado sacado. Por sua vez, o FIDC emite cotas que são adquiridas pelos investidores, que passam a receber um rendimento vinculado ao fluxo de pagamento da carteira de recebíveis do fundo.

Também são constituídos sob a forma de condomínio, como todos os fundos de investimento, com a diferença de que podem ser abertos ou fechados, segundo o art. 3º, I, IN/CVM 356. Trata-se de uma diferenciação interessante, já que os outros tipos de fundos estruturados são sempre condomínios fechados.

FIDCs desempenham importante papel na economia, já que “possibilitam que sociedades com recebíveis futuros possam ceder esses direitos creditórios e antecipar o recebimento de valores devidos” (CARVALHO *apud* TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 204). Como se percebe, tais fundos são importantes mecanismos fornecedores de liquidez para os cedentes, já que recebem antecipadamente um valor futuro.

Também pelo risco de seus investimentos, só podem receber aplicações de investidores qualificados (art. 3º, II, IN/CVM 356).

1.1.2.5.3 Fundos de Investimento Imobiliários

Última modalidade de fundo estruturado aqui tratado, os FIIs são tratados na Instrução Normativa/CVM 472 (doravante, IN/CVM 472) e na Lei nº 8.668/93, sendo a única modalidade de fundo de investimento a possuir previsão legal própria, não apenas normativa da CVM. É definido com uma comunhão de recursos destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários (art. 2º, *caput*, IN/CVM 472, e art. 1º, Lei nº 8.668/93). O diploma legal vai além, ao dispor que não possuem personalidade jurídica. Também devem se constituir sob forma de condomínio fechado (art. 2º, § 1º, IN/CVM 472, e art. 2º, Lei nº 8.668/93).

Sobre os empreendimentos imobiliários em que FIIs podem aportar, o art. 45 da IN/CVM 472, em seus incisos, indica:

- I. quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;
- II. ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores registrados na CVM e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;
- III. Ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;

IV. Cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

V. Certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401; cotas de outros FII;

VI. Certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que estes certificados e cotas tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou cujo registro tenha sido dispensado nos termos da regulamentação em vigor;

VII. Letras hipotecárias;

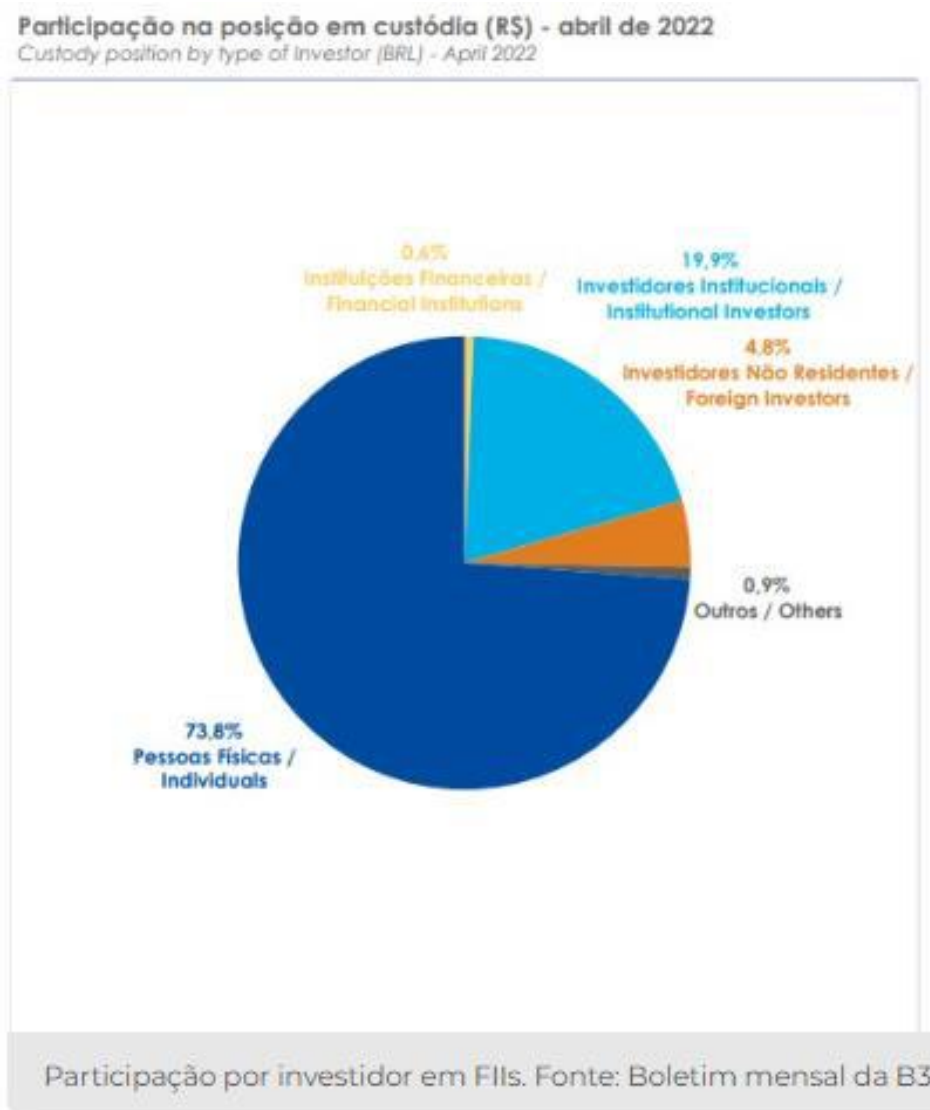
VIII. Letras de crédito imobiliário;

IX.e Letras imobiliárias garantidas.

Tem-se assim um leque extremamente amplo de opções de investimento, ainda que limitadas ao mercado imobiliário. Isto, aliado ao fato de serem o único dos fundos estruturados que não se restringem a investidores qualificados, explica sua grande popularidade, tendo movimentado, até abril de 2022, um total de R\$ 19,7 bilhões, e, no ano de 2021, a soma recorde de R\$ 66,5 bilhões, segundo dados da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) trazidos pela Suno Notícias (LIMA, 2022).

A preponderância de investidores pessoas físicas mostrada no gráfico abaixo ilustra bem isto:

Gráfico 1: Investidores pessoas físicas em abril de 2022



Fonte: Lima, 2022.

1.1.3 Fundos de Investimento no Código Civil

Disposição extremamente relevante para o estudo aqui realizado é o art. 1.368-D, II, CC. Por tal dispositivo, o regulamento do fundo de investimento – o qual exerce papel semelhante ao estatuto das companhias – poderá estabelecer a limitação de responsabilidade, bem como seus parâmetros de aferição, dos prestadores de serviço do fundo, ao cumprimento dos deveres de cada um, sem solidariedade. Tal limitação pode se dar tanto perante o condomínio, quanto entre si, e inclui os gestores.

É um dispositivo interessante pois evidencia uma primeira aproximação entre a figura do gestor e do administrador de companhia aberta. Da mesma forma que o disposto no CC possibilita a limitação da responsabilidade dos gestores aos atos de cada um, o § 3º, art. 158, LSA, estatui que a responsabilidade pelo descumprimento dos deveres legais fica restrita aos administradores que, pelo estatuto, eram responsáveis por eles. Esta norma introduzida no Código Civil, contudo, ainda necessita de regulação por parte da CVM.

A diferença é que, enquanto que o Código Civil estabelece que a responsabilidade poderá ser limitada pelo regulamento do fundo, a LSA estabelece de forma cogente que os administradores não respondem de forma solidária nos casos de violação aos deveres impostos pela lei para assegurar o funcionamento normal da companhia. Há duas exceções previstas no § 4º do dispositivo citado (art. 158), mas que serão analisadas mais à frente.

Esta é a disposição em caso de violação da lei. Para as obrigações contratuais assumidas pelo fundo, somente este responde, não seus prestadores de serviço, salvo se tiverem procedido com dolo ou má-fé (art. 1.368-E, *caput*, CC). É exatamente o que dispõe o art. 158, *caput*, e incisos I e II, LSA, segundo o qual o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão, a menos que proceda com dolo ou má-fé, ou em violação à lei ou estatuto. Percebe-se assim, pelo menos preliminarmente, certa aproximação entre as duas figuras.

Deve-se dizer aqui que, embora a IN/CVM 555 preveja como regra a solidariedade entre o administrador e os prestadores de serviços por prejuízos causados aos cotistas em razão de condutas contrárias à lei, ao regulamento, ou a atos da CVM (art. 79, § 2º, IN/CVM 555), as Instrução referentes aos fundos estruturados não possuem previsão semelhante.

Outra disposição introduzida no Código Civil pela Lei de Liberdade Econômica e que aproxima o fundo de investimentos das companhias é o inciso III do art. 1.368-D, que prevê a possibilidade de criação de classes de cotas distintas, com direitos e obrigações distintos. Aproxima-se assim do art. 11, § 1º, LSA, segundo o qual a companhia pode criar ações de diferentes classes, desde que não possuam valor nominal. Tal inovação do Código Civil também não conta ainda com regulamentação por parte da CVM.

1.2 Companhias

A companhia, ou sociedade anônima, é, nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho (2019, p.82) “a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário no qual os sócios, chamados *acionistas* [sic], respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem”. Sobre o conceito de capital social, o autor prossegue, dizendo tratar-se, grosso modo, da “contribuição que os sócios dão para a sociedade desenvolver a atividade econômica dela” (2019, p. 83).

Deste primeiro conceito trazido pela doutrina percebe-se de pronto um dado de extrema importância em relação às companhias: a limitação da responsabilidade dos sócios ao valor das ações por eles integralizadas, positivada logo no art. 1º da LSA. Vale dizer que, caso a empresa desenvolvida pela sociedade venha a se frustrar, de modo que se encontre deficitária, o máximo de valor que o acionista pode perder é justamente a quantia que integralizou para adquirir as ações. A companhia é inclusive o primeiro tipo societário a prever a limitação da responsabilidade dos seus sócios.

Ao se analisar seu arcabouço histórico, como se fez com os fundos, percebe-se que as companhias possuem alguns séculos a mais de história do que estes, já que seus primeiros “antepassados” propriamente ditos foram as companhias de colonização, criadas entre os séculos XVII e XVIII como forma de viabilizar a política expansionista dos nascentes Estados modernos de então (COELHO, 2019, p. 80).

Destas, a mais famosa certamente foi a Companhia Holandesa das Índias Orientais, de 1602. Ela é, inclusive, até os dias de hoje considerada a companhia mais valiosa da história, possuindo um valor de mercado estimado de US\$ 8 trilhões, ou sete vezes o PIB do Brasil (ZOTTIS, 2022). Para colocar em perspectiva, a soma das quatro maiores companhias em valor de mercado atual – Apple, Microsoft, Aramco e Alphabet – é de US\$ 8,8 trilhões (META..., 2022).

Como se pode perceber, as companhias serviram a negócios de grande porte, o que não mudou até os dias de hoje, sendo, até então, o melhor veículo de captação de recursos para grandes empreendimentos. Segundo Fábio Ulhoa Coelho (2019, p. 79), isto se dá justamente por conta das suas duas principais características, qual sejam, limitação da responsabilidade dos

sócios e livre circulação e negociabilidade da participação societária, consubstanciada nas ações; tratam-se assim de “instrumentos imprescindíveis para despertar o interesse de investidores e propiciar a reunião de grandes capitais”, segundo o mesmo autor.

E ele prossegue, explicando o porquê de assim entender:

[...] Os empreendimentos que reclamam elevados aportes de capital dependem, em parte, da mobilização da poupança de várias pessoas. Quer dizer, como, por exemplo, para a organização de uma empresa de prospecção de petróleo, será necessário levantar elevada soma de capital, o meio para fazê-lo será estimular pessoa com disponibilidades econômicas no sentido de as empregarem no empreendimento. [...] O que [estas pessoas] buscam é a melhor alternativa de ganho, oferecida pelo mercado, para o seu dinheiro. [...] A limitação da responsabilidade e a negociabilidade da participação societária, características da anônima, revelam os mecanismos apropriados à atração desse capital (COELHO, 2019, p. 79).

Justamente pelo fato de lidarem com a poupança de milhões de pessoas, e de se tratarem de negócios de grande escala, a regulamentação estatal para o setor é maior do que o que se observa nos outros tipos societários. Até mesmo por isso, para que qualquer espécie de valor mobiliário de emissão da companhia circule no mercado de valores, é imprescindível seu prévio registro junto à CVM, nos termos do que estabelece o art. 4º, § 1º, LSA.

Diferentemente dos fundos de investimento, que possuem sua regulação esparsa em quatro Instruções Normativas principais da CVM, fora o Código Civil, que se aplica subsidiariamente, as companhias possuem normatização unificada na Lei nº 6.404/76, pelo menos no que diz respeito ao objeto do presente trabalho. Há um total de nove Instruções Normativas da CVM que regulam as companhias abertas, porém sempre em aspectos específicos e que estão fora do escopo da análise aqui feita, de modo que a Lei nº 6.404/76 será o diploma predominante a ser abordado.

Outra lei também importante é a Lei nº 13.303/16, que disciplina as empresas públicas e sociedades de economia mista. Como a análise aqui proposta foca-se em companhias abertas, as empresas públicas não serão visitadas, visto possuírem apenas um sócio, o Estado.

1.2.1 Companhias Aberta e Fechadas

Assim como no que diz respeito aos fundos, a primeira diferenciação que se faz entre as companhias é se são abertas ou fechadas. Aqui, contudo, tal classificação possui significado diferente em relação ao que toca aos primeiros. Enquanto que nos fundos categorizados como

aberto ou fechado diz respeito à possibilidade de se resgatar o valor da cota a qualquer momento, mediante reembolso do fundo (fundos abertos), ou não, devendo-se esperar até o término do seu prazo para se reaver este valor (fundos fechados), as companhias são classificadas como abertas ou fechadas caso suas ações estejam ou não em circulação no mercado de valores mobiliários.

Como se pode imaginar, são abertas as companhias cujas ações estejam admitidas à circulação no mercado de valores; e, para tanto, conforme se viu acima, é indispensável o registro da respectiva companhia na CVM para que isto ocorra. Companhias fechadas, por sua vez, são aquelas cujas ações não são negociadas no mercado, mas circulam de forma particular, ou seja, de uma pessoa diretamente para outra, sem a intermediação da Bolsa. Por isso, não dependem de autorização do governo, como as primeiras, motivo pelo qual se diz que há no sistema jurídico brasileiro dualidade de regimes: regulamentação para as companhias fechadas, e autorização para as abertas (COELHO, 2019, p. 82).

O motivo da maior preocupação estatal com as companhias abertas é evidentemente a segurança dos investidores, uma vez que tais companhias possuem um alcance potencial muito maior do que as fechadas, cujos papéis são negociados de forma particular. Não se busca, nas companhias abertas, mitigar o risco natural de mercado, o que é impossível, visto ser este ínsito a esta espécie de investimento; o que se busca é prevenir os riscos decorrentes das “irregularidades na utilização de recursos publicamente captados ou mesmo na administração da empresa com eles implementada” (COELHO, 2019, p. 85).

Também, outra diferenciação importante entre as duas espécies diz respeito à liquidez de suas ações. Como as companhias abertas negociam seus papéis na bolsa de valores ou mercado de balcão – ambientes de negociação pública, onde todos podem comprar e vender seus valores mobiliários – naturalmente suas ações são mais líquidas do que as de companhias fechadas, por conta da maior facilidade em se encontrar quem esteja disposto a comprar tais ações. Na segunda espécie, contudo, caso se esteja interessado em se desfazer das ações, deve-se encontrar especificamente quem esteja disposto a adquiri-las, como uma compra e venda típica. Não há um ambiente próprio onde isto ocorra.

Como dito acima, o presente trabalho terá por foco as companhias abertas apenas.

1.2.2 Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista

Ambas são espécies societárias disciplinadas pela Lei nº 13.303/16 que, de uma forma ou de outra, possuem um ente da administração pública como sócio. A diferença fundamental entre as duas é que, enquanto que na empresa pública o capital social é totalmente integralizado pela União, Estado, Distrito Federal, ou Município (art. 3º, *caput*, L. 13.303/16), na sociedade de economia mista ele pertence em sua maioria a estes entes (art. 4º, *caput*, L. 13.303/16), podendo o restante pertencer a pessoas físicas ou jurídicas de capital privado.

O § 1º do art. 3º, Lei nº 13.303/16, abre uma exceção à exigência de que todo o capital pertença exclusivamente a um dos entes federais da administração pública direta. Desde que a maioria do capital votante pertença à União, Estado, Distrito Federal, ou Município, será admitida, na parcela restante, participação de pessoas de direito público internas, bem como das entidades da administração indireta das primeiras. Percebe-se, contudo, que o capital continua sendo sempre detido por entes do Estado, sendo esta a principal característica das empresas públicas.

Possuem como ponto em comum a necessidade de autorização legal, exigência presente nos arts. 3º e 4º da Lei. Isto ocorre pois, em regra, não cabe ao Estado conduzir atividades econômicas, sendo isto excepcional, como decorre do art. 173, *caput*, da Constituição de 1988. Segundo tal dispositivo constitucional, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado somente será admitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional, ou a relevante interesse coletivo.

Complementando o disposto na Constituição, o art. 2º, § 1º, Lei nº 13.303/16, exige que a lei que cria a empresa pública ou sociedade de economia mista discrimine de forma clara qual o imperativo de segurança nacional ou relevante interesse coletivo que se busca assegurar. Outro dispositivo constitucional extremamente relevante é o § 2º do art. 173, Constituição/88, que proíbe que empresas públicas e sociedades de economia mista gozem de benefícios não aplicáveis à iniciativa privada.

No que toca especificamente à sociedade de economia mista – que será a única das duas espécies a ser abordada aqui – deve ser constituída obrigatoriamente sob a forma de sociedade anônima, e, ressalvado o disposto na Lei nº 13.303/16, será regida pela LSA, segundo o art. 5º da primeira. Assim, de um modo geral, tudo o que disser respeito às companhias privadas

também será aplicável às sociedades de economia mista, e, quando não for, isto será discriminado.

1.3 Semelhanças e Diferenças entre Fundos de Investimento e Companhias

A principal semelhança que se pode apontar entre as duas figuras é que se tratam de veículos de captação da poupança privada para fins de investimento, e posterior retorno. Tanto nos fundos quanto nas companhias, o que se busca em última análise é um emprego lucrativo para o capital investido que, preferencialmente, supere em rendimento a inflação, visto que, em países como o Brasil – com disciplina fiscal mais branda e pouco austera – o principal mote dos investidores é se protegerem contra a inflação. Para tanto, ambas as figuras negociam seus títulos no mercado.

Aqui pode-se apontar uma primeira diferença importante entre os dois. Enquanto que todas as companhias abertas encontram-se listadas na Bolsa – o que é, inclusive, requisito para possuírem a caracterização de aberta – sendo assim acessíveis a qualquer interessado, nem todos os fundos são lá negociados. Muitos deles são constituídos por bancos, por exemplo, e só são acessíveis aos clientes deste. Também, como se disse no capítulo próprio, existem espécies de fundos apenas para investidores qualificados, tais como FIPs e FIDCs.

Uma diferença formal que se pode apontar também é o tipo de pessoa jurídica sob o qual se constituem. Fundos, por disposição legal, devem obrigatoriamente ser condomínios, aqui considerados de natureza especial. Companhias, por outro lado, são espécies de sociedade – e, pela lei (art. 982, § único, CC) possuem sempre, independentemente do objeto social, natureza empresária, nunca simples.

No que toca à natureza dos investimentos propriamente dita, a diferença primordial já foi feita no Capítulo que trata dos fundos, mas vale a pena revisita-la. Companhias são reuniões de pessoas que investem seu capital para viabilizar a exploração profissional de alguma atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços (conceito de empresa), visando ao lucro. Fundos de investimento, por outro lado, também são reuniões de pessoas que aportam seu capital, porém, não para o desenvolvimento de uma atividade nova, senão para se investir em alguma atividade já existente, como ações de companhias.

Uma pessoa comum nunca consumirá o produto ou serviço de um fundo, como o faz com várias companhias, mesmo sem saber. Isto porque o “produto” oferecido pelos fundos é justamente o investimento, e só o consomem aqueles que pensam em investir. Não é como nas companhias, em que há os consumidores (quem compra, por exemplo, um iPhone) e os investidores (quem compra ações da Apple); nos fundos, estas duas figuras são a mesma. Até mesmo por isso, fundos são menos conhecidos pela população em geral, que muitas vezes desconhecem essa forma de investimento.

Aqui, é interessante salientar que parte da doutrina entende que a relação estabelecida entre gestor de fundo e cotistas é uma relação de consumo, como se extrai do trecho abaixo (OLIVA; RENTERIA, 2021, p. 24):

Ainda que se trate de relação de consumo [grifado], o gestor apenas responde se falhar na prestação do seu serviço, isto é, se o serviço for defeituoso, seja por deficiência na informação, seja por falha comprovada na gestão. Embora a responsabilidade civil no diploma consumerista seja objetiva, o dever de indenizar requer a presença de defeito, o qual, em virtude da natureza de *meios* [sic] do serviço prestado, pressupõe a demonstração da inobservância das regras e padrões profissionais de conduta, de forma equivalente, em termos funcionais, à comprovação de culpa normativa.

O trecho citado é ainda interessante por dispor sobre a responsabilidade civil do gestor, que é o tema central aqui debatido. A aplicação do Código de Defesa do Consumidor à relação gestor-cotista é polêmica, havendo quem entenda ser possível, por conta da vulnerabilidade do investidor, e quem entenda não ser possível, já que o risco de perdas é inerente ao mercado, além de se tratar de uma relação essencialmente empresarial, não consumerista. Contudo, não cabe aqui alongar mais sobre este tópico, que, apesar de relevante, está fora do escopo do presente trabalho (SOUZA, 2014).

Por fim, como tanto fundos quanto companhias lidam com a poupança popular, são ambos extremamente regulados pelo Estado, e funcionando como sua *longa manus* para este setor, a CVM.

CAPÍTULO II - DEVERES DOS GESTORES DE FUNDOS E ADMINISTRADORES DE COMPANHIAS

2.1 Normativa dos Fundos de Investimento

Como já ficou evidente até aqui, a Instrução Normativa/CVM 555 é o principal dispositivo regulatório dos fundos de investimento no Brasil, visto que disciplina as principais modalidades de fundos, como abordadas acima, além dos deveres e responsabilidades de seus gestores. Até mesmo por este motivo, é comum utilizar-se a expressão “Fundos 555” para designar os fundos regulados por ela.

Existem outras instruções normativas que também tratam de fundos – mais notadamente, a IN/CVM 472, a qual aborda os fundos de investimento imobiliários, a IN/CVM 578, que aborda os fundos de investimento em participação, e a IN/CVM 356, que trata dos fundos de investimento em direitos creditórios, a serem analisados mais tarde – porém, a IN/CVM 555 é a instrução mais geral neste sentido, servindo de principal base normativa ao presente trabalho.

Como dito acima, a CVM nem sempre foi a entidade reguladora principal do setor de fundos, o que somente veio a ocorrer com a edição da Lei nº 10.303, de outubro de 2001, e seu subsequente prazo de *vacatio legis* de 120 dias. Até então, cabia ao BACEN regular os fundos de renda fixa – cuja norma principal era a Circular nº 2.616/1995 – e à CVM os fundos de renda variável – disciplinados pela IN/CVM 302/99 (GAGGINI, 2021, p. 9). Com a edição da referida Lei nº 10.303/01, a competência para julgar ambas as espécies de fundo foi concentrada na CVM.

Em 2004 ocorre então a edição da IN/CVM 409, a qual durante muito tempo foi o principal veículo disciplinador do mercado de fundos no Brasil. Tal Instrução Normativa vigeu por uma década, até ser substituída pela presente IN/CVM 555 de 2014, a qual entrou em vigor em 2015 e, desde então, ocupa o lugar de norma principal do setor aqui estudado (GAGGINI, 2021, p. 10).

2.1.1 Quem é o gestor?

O art. 2º, IN/CVM 555, responsável pelas definições na referida instrução normativa, traz em seu inciso XXX a figura do gestor, o qual é definido como a pessoa natural ou jurídica contratada pelo administrador do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira, exigindo-se que tal pessoa seja autorizada pela CVM ao exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

Em outras palavras, o gestor é a pessoa que efetivamente escolhe os ativos que integrarão a carteira, e realiza os aportes do fundo, tudo dentro da respectiva política de investimento. É uma profissão que demanda altíssimo grau de profissionalismo e responsabilidade, visto lidar com dinheiro de terceiros, os cotistas do fundo. Até mesmo por isso, devem possuir autorização da CVM, bem como da Anbima (Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais), a CGA.

De um modo geral, gestores de fundos demoram tempo considerável até chegarem a esta posição, passando anos e até décadas em bancos ou corretoras, onde adquirem a experiência necessária (PINTO, 2021). Isto porque, como dito, a responsabilidade que pesa sobre um gestor de fundo é maciça, e qualquer erro de cálculo ou desvio da política de investimento podem levar a prejuízos bilionários para incontáveis pessoas. É natural que somente os profissionais mais experientes atinjam tal cargo, um dos mais cobiçados no mercado de capitais.

2.1.1.1 CGA – Certificação de Gestores Anbima

A CGA nada mais é do que uma licença emitida pela Anbima e que permite ao seu portador gerir recursos financeiros de terceiros (GARICA, 2020), sendo documento indispensável aos gestores de fundos de investimento, como citado acima. É obtida mediante aprovação em exame, para qual nem todos os interessados podem se inscrever, já que se deve possuir previamente a CFG (Certificação Anbima de Fundamentos em Gestão) (GARCIA, 2020).

O exame possui 60 questões, divididas nas seguintes áreas: gestão de carteira – renda variável, gestão de carteira – renda fixa, investimentos no exterior, avaliação de desempenho, gestão de risco, e legislação, regulação e tributação. Segundo dados da Anbima, a taxa de

aprovação é em torno de 30%, o que evidencia o grau de conhecimento exigido dos interessados. Pelo levantamento mais recente, de fevereiro de 2022, há apenas 5.136 portadores da CGA no Brasil todo (GARCIA, 2020).

2.1.2 Diferença em Relação ao Administrador de Companhia

Percebe-se imediatamente uma diferença fundamental em relação à figura do administrador de companhias, qual seja, a de que este não precisa de autorização da CVM, ou de qualquer outro órgão, para realizar tal mister. O art. 147, LSA, em seus parágrafos, traz os casos de pessoas impedidas ao exercício de administração de companhias, tais como pessoas impedidas por lei especial (v.g. servidores públicos – art. 117, X, Lei nº 8.112/90), condenadas por crimes falimentares, de concussão, peita ou suborno, peculato, crimes contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou à pena criminal que vede o acesso a cargos públicos (parágrafo primeiro).

O parágrafo segundo do art. 147, LSA, dispõe que são igualmente proibidos de exercer a administração de companhias as pessoas declaradas inabilitadas a tanto pela CVM.

O parágrafo terceiro, por fim, exige que o administrador possua reputação ilibada e proíbe que sejam eleitos para tal cargo, salvo autorização da assemblei geral da companhia, aqueles que ocupem cargos em outras sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado (inciso I), ou tenham interesse conflitante com a companhia (inciso II).

Desta forma, enquanto que para o administrador de companhia vale a regra de que todos estão habilitados, salvo os que descumprirem os requisitos negativos trazidos pela lei, para o gestor de fundos vale justamente o oposto – de que somente estão habilitados aqueles que satisfizerem os requisitos legais positivos. Isto, como decorrência necessária, torna o cargo de gestor muito mais exclusivo do que o outro, já que o número de pessoas aptas é infinitamente menor.

Outra diferença legal interessante entre as duas figuras é que administradores de companhias somente podem ser pessoas físicas, por disposição expressa do *caput* do art. 146, LSA. Gestores, por outro lado, podem ser pessoas jurídicas também, de acordo com a previsão do art. 2º, XXX, IN/CVM 555.

2.1.3 Vantagens e Desvantagens para o Cotista

A vantagem mais evidente que o cotista possui em relação ao acionista é de que seu dinheiro será manejado por profissionais extremamente qualificados, que tiveram de cumprir requisitos legais para ocuparem seus respectivos cargos. Como não poderia ser diferente, o investidor que aporta em fundos já conta com uma segurança importante, já que delega a um terceiro profissional (o gestor) o trabalho de escolher quais ativos integrarão a carteira.

O acionista, por outro lado, conta somente com a própria expertise, uma vez que é ele próprio quem escolhe em quais valores mobiliários (aqui, ações) aportar. E mesmo que seja experiente neste ramo, ainda assim possui menor grau de segurança, justamente porque os requisitos para se tornar administrador de companhia são significativamente mais brandos do que para se tornar gestor de fundo. Ou seja, pelo menos em tese, o acionista corre mais riscos de aportar em uma companhia que tenha, por exemplo, uma política de administração temerária do que o cotista de aportar num fundo, cuja gestão é profissionalizada.

A desvantagem do cotista é principalmente o fato de ter que pagar a taxa de administração e performance. Como o fundo importa literalmente em uma equipe de profissionais treinados a serviço dos cotistas, obviamente são pagos por isso, através destas duas taxas, principalmente.

2.1.3.1 Taxa de Administração

A primeira delas, a taxa de administração, serve para remunerar o administrador do fundo, bem como os que lhe prestem serviços – o que inclui o gestor – segundo o art. 2º, XLIII, IN/CVM 555. Por se ter como função remunerar os funcionários do fundo, tal taxa sempre será cobrada, independentemente de os resultados do fundo serem positivos ou não. É expressa em uma porcentagem a ser aplicada sobre o valor que cada cotista detém no fundo (principal mais rendimentos).

A tabela abaixo demonstra os valores médios praticados pelo mercado para os principais tipos de fundos (SIQUEIRA, 2020):

Tabela 1: Valores médios praticas pelo mercado para os principais tipos de fundo

tipo de fundo	taxa de administração (média do mercado)
renda fixa	a partir de 0,2% ao ano. Nos grandes bancos, chega a 3% ao ano
multimercado	entre 2% e 3% ao ano
ações	entre 2% e 3% ao ano
ETFs	cerca de 0,5% ao ano
fundos imobiliários	até 1% ao ano

Fonte: Siqueira, 2020.

2.1.3.2 Taxa de Performance

A taxa de performance, por outro lado, é devida sempre que os rendimentos do fundo ultrapassem determinado denominador previamente estabelecido, o chamado *benchmark*. O § 1º do art. 86, IN/CVM 555, traz os seguintes requisitos para a adoção da taxa de performance: vinculação a um índice verificável, originado por fonte independente e compatível com a política de investimento do fundo (IFIX, por exemplo, nos fundos imobiliários); vedação à vinculação a valores inferiores a 100% do referido índice; cobrança, no mínimo, semestral; e cobrança após dedução de todas as despesas, inclusive a taxa de administração.

Diferentemente da anterior, esta taxa não é devida sempre, mas somente quando os rendimentos do fundo ultrapassem o seu índice de referência. Devem ser cobradas sobre os resultados do fundo (método do ativo), sobre o resultado de cada aplicação feita por cada cotista (método do passivo), ou sobre o resultado do fundo acrescido de ajustes individuais (método do ajuste), segundo os incisos I, II e III do art. 87, IN/CVM 555.

2.1.4 Gestor e Administrador de Fundo

Como se percebeu até aqui, fundos de investimento também possuem a figura do administrador, não apenas o gestor. Como o nome leva a concluir, o administrador é a pessoa natural ou jurídica responsável pela administração do fundo, desde que, assim como o gestor, seja autorizado pela CVM para administrar carteiras de valores mobiliários, de acordo com a definição constante no art. 2º, I, IN/CVM 555.

O administrador, assim, é responsável por todas as atividades e serviços relacionados direta ou indiretamente ao fundo (art. 78, *caput*, IN/CVM 555), não só pela gestão da carteira, como o gestor, sendo esta a principal diferença entre os dois. O administrador é responsável por “diversos serviços [...], tais como tesouraria, escrituração de cotas, custódia, controle e processamento de ativos financeiros” (OLIVA; RENTERIA, 2021, p. 19), entre outros, os quais podem ser desempenhados diretamente por ele, ou por terceiros contratados.

Inclusive, o gestor é um destes profissionais contratados pelo administrador, não sendo, portanto, imprescindível, já que, pelo art. 78, § 2º, IN/CVM 555, *poderá* ser contratado, não havendo obrigação de que o seja. Ou seja, a gestão da carteira pode perfeitamente ficar a cargo do administrador; o que não é comum, porém.

Na prática, a figura central do fundo é o seu gestor, não seu administrador, justamente por ser aquele quem efetivamente lida com a estratégia de investimento. Aqui se faz muito útil a explicação que Oliva e Renteria (2021, p. 20) fizeram sobre a realidade cotidiana dos fundos, no que toca à administração e à gestão:

A gestão do fundo de investimento pode ser desempenhada pelo próprio administrador ou por terceiro devidamente habilitado pela CVM. Neste último caso, a regulamentação vigente, por razões históricas, continua a tratar o gestor como prestador de serviço contratado pelo administrador em nome do fundo, muito embora, na prática, prevaleça, prevaleça a dinâmica comercial diversa. Com efeito, mais comumente, os investidores são atraídos pela expertise financeira e a reputação profissional do gestor, que procura então instituição financeira disposta a prestar-lhe os serviços necessários à constituição do fundo de investimento. O gestor, assim, ocupa posição proeminente no fundo de investimento, sendo o profissional responsável por tomar as decisões de investimento com os recursos dos cotistas. Assiste-lhe igualmente o exercício do direito de voto inerente aos ativos que compõem o fundo, como, por exemplo, as ações emitidas pelas companhias investidas.

Percebe-se assim que na realidade, muitas vezes, é o administrador que acaba sendo contratado pelo gestor, e não o contrário, como faz supor a lei. Desta forma, as disposições sobre a responsabilidade deste último se tornam especialmente relevantes, já que, como visto, é ele a figura que propriamente atrai o capital dos investidores ao fundo.

O § 2º do art. 78, IN/CVM 555, traz o rol de serviços que podem ser contratados pelo administrador, a serem prestados ao fundo, ocupando a gestão da carteira o inciso I. Outras atividades são, por exemplo, consultoria de investimento (inciso II), distribuição de cotas (inciso IV) e classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito (inciso VII).

2.1.5 Gestores Múltiplos

O art. 78, § 5º, IN/CVM 555, traz a possibilidade de o fundo de investimento ter sua carteira gerida por mais de uma pessoa, aproximando-se assim da companhia, que também pode ter administração conjunta. Contudo, um ponto de dissonância apresenta-se na alínea “a” do inciso I do referido dispositivo, segundo a qual o contrato deve assegurar a responsabilidade solidária dos gestores pelos atos de gestão compartilhada.

Percebe-se assim que tal dispositivo entra em aparente choque com o disposto no art. 1.368-D, CC, o qual estatui – como visto acima – que o regulamento do fundo poderá estabelecer a limitação de responsabilidade dos prestadores de serviço do fundo (o que inclui os gestores), perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares, de modo que não respondam solidariamente.

A interpretação literal do referido dispositivo da IN/CVM 555, porém, deixa claro que a solidariedade só vale para os atos de gestão compartilhada, o que pode ser harmonizado com a disposição trazida pelo Código Civil. Assim, caso o regulamento do fundo opte pela faculdade trazida no art. 1.368-D, CC, a ausência de solidariedade valeria apenas para os atos particulares de cada gestor. Para os atos de gestão conjunta, vale a regra da IN/CVM 555, de modo que todos respondem solidariamente.

Isto se coaduna com o inciso do II do art. 78, § 5º, IN/CVM 555, o qual dispõe que, também no caso de contratação de mais de um gestor, o regulamento do fundo deve prever claramente que a gestão é exercida por mais de um prestador de serviços, discriminando os poderes de cada um.

Aqui deve-se tecer uma crítica a esta lógica normativa, visto que abre muito espaço à insegurança jurídica. O que se tem, na prática, é um regime duplo de responsabilidade – um para os atos de gestão individual, e outro para os atos de gestão conjunta. Na teoria isto pode fazer sentido, porém na prática muitas vezes é difícil delimitar, no caso concreto, o que foi obra de decisões individuais e o que partiu de acordo entre os gestores. O melhor entendimento é o de que a inovação do Código Civil revogou o disposto na IN/CVM 555, de modo que, em se adotando limitação de responsabilidade, esta valeria para todos os atos.

2.1.6 Responsabilidade Solidária entre Gestor e Administrador

Disposição extremamente relevante acerca dos deveres e responsabilidades dos prestadores de serviço ao fundo é encontrada no § 2º do art. 79, IN/CVM 555. Segundo ele, os contratos firmados referentes aos serviços previstos nos incisos I, III e V, do § 2º do art. 78, IN/CVM 555 – o que inclui a gestão de carteira, prevista no inciso I – devem assegurar a responsabilidade solidária entre o administrador contratante e os terceiros contratados. Tal responsabilidade versa sobre eventuais prejuízos causados aos cotista decorrentes de violação à lei, ao regulamento, ou a atos normativos da CVM.

Tem-se uma disposição sem paralelo na Lei das Sociedades por Ações e totalmente pertinente ao estudo aqui realizado. Representa uma garantia a mais ao cotista, já que, além da responsabilidade solidária dos gestores entre si – pelo menos para os atos de gestão conjunta, por mais que possa trazer insegurança jurídica – juntamente a eles responde solidariamente também o próprio administrador do fundo. Tal previsão faz com que, pelo menos em tese, o administrador tenha cuidado adicional na hora de contratar o gestor, e posteriormente, durante a gestão, já que também responderá pelas infrações causadas por este.

A disposição aqui estudada não é extensível às companhias pois, na sua lei respectiva, não há previsão de que as responsabilidades dos administradores por eventuais infrações sejam também imputáveis solidariamente à assembleia-geral ou ao conselho de administração – órgãos responsáveis pela eleição daqueles. Além disso, nas companhias não há possibilidade de os administradores contratarem terceiros para exercer sua função, a administração propriamente dita dos negócios da companhia – em paralelo à gestão dos fundos – por disposição expressa do art. 139, LSA, de modo que somente eles próprios podem responder por seus atos, dado se tratar de um cargo personalíssimo.

Tem-se nos fundos, assim, mais uma esfera de responsabilidade por atos ilícitos, qual seja, o próprio administrador.

2.1.7 Vedações e Obrigações do Gestor

Fez-se até aqui um levantamento geral das disposições constantes na IN/CVM 555 pertinentes ao gestor, e reflexamente também ao administrador, de fundos de investimento, comparando-as com as equivalentes para administradores de companhias abertas.

No presente subcapítulo, estudar-se-ão as disposições específicas acerca das vedações e obrigações do gestor, as quais estão reunidas na Seções III, IV e V do Capítulo VIII da IN/CVM 555. As referidas seções são dedicadas, respectivamente, às vedações ao administrador e gestor, às obrigações do administrador e gestor, e às normas de condutas. Mantendo-se fiel ao tema do trabalho, haverá enfoque na figura do gestor, abordando-se o administrador de fundos apenas quando possuir relação com o anterior.

2.1.7.1 Vedações

A primeira vedação trazida no art. 89, IN/CVM 555, é a de receber depósitos em conta corrente. Trata-se de disposição simples que não demanda maiores aprofundamentos. Não possui equivalência na Lei das Sociedades Anônimas.

Após, no inciso II, tem-se a vedação de contrair ou efetuar empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM.

O inciso III proíbe a prestação de fiança, aval, aceite, bem como qualquer coobrigação, exceto se, em todos estes casos, houver possibilidade expressa no regulamento do fundo, bem como que este se destine a investidores qualificados, segundo o art. 125, V, IN/CVM 555. Trata-se também de vedação sem paralelo no que toca aos administradores de companhias.

No inciso IV consta proibição à venda de cotas à prestação, o que não prejudica a integralização a prazo das cotas subscritas.

O inciso V traz uma vedação extremamente importante, relacionada diretamente à ética profissional do ramo, e diz respeito a prometer rendimento predeterminado aos cotistas. Pela própria lógica do mercado de capitais – o qual é imprevisível por sua natureza – a promessa de qualquer espécie de rendimento nunca poderá ser considerada honesta. O risco é inerente ao

investimento, de modo que, não importa a qualidade técnica do gestor, o ganho nunca será certo, muito menos quantificável.

Seguindo, o inciso VI proíbe que se realizem operações com ações fora de mercado organizado, salvo hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição, negociação de ações vinculadas a acordo de acionistas e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização.

O inciso VIII veda que se utilizem recursos do fundo para pagar seguro contra perdas financeiras de cotistas. Não deixa de ser uma garantia a mais de que o gestor deva se empenhar nas suas atividades, uma vez que não pode contratar seguro para perdas daí decorrentes.

O último inciso do art. 89, o IX, proíbe a prática de atos de liberalidade, sendo o único que possui equivalência direta com a LSA, no seu art. 154, § 2º, “a”, sendo, por este, também vedado ao administrador praticar ato de liberalidade às custas da companhia. A razão de ser desta proibição é bastante clara, já que ambos os gestores de fundos e administradores de companhias gerenciam recursos que não lhes pertencem, devendo então empregá-los estritamente nos fins específicos dos seus respectivos empreendimentos.

2.1.7.2 Obrigações

Terminadas as vedações, a IN/CVM 555 passa a tratar das obrigações dos gestores e administradores. O art. 90, o qual inaugura a Seção IV, trata apenas das obrigações do administrador, e assim sendo, não será analisado aqui o art. 91, por outro lado, traz as obrigações conjuntas do administrador e do gestor, porém especificamente no que toca à liquidez do fundo.

A doutrina nos lembra que a gestão da liquidez do fundo nem sempre foi atribuição conjunta de gestores e administradores, já que na IN/CVM 409 (como visto, a Instrução Normativa que antecedeu à 555) esta era uma atribuição exclusiva do administrador (TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 191). Posteriormente, contudo, a CVM chegou à conclusão de que a gestão conjunta da liquidez era a melhor alternativa, uma vez que “o administrador possui informações pertinentes ao passivo e o gestor a respeito do ativo” (TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 191 *apud* Relatório de Análise de Audiência Pública SDM 04/2014).

O problema de tal atribuição conjunta é que, como visto acima, gera dificuldade no que toca à delimitação das esferas desempenhadas por gestores e administradores de fundo (TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 194). Isto se agrava pelo fato de a IN/CVM 555 não trazer positivado o que cabe a cada um fazer, dispondo apenas de forma genérica.

Assim sendo, pelo *caput* do artigo citado, gestor e administrador devem adotar, conjuntamente, as políticas, procedimentos, e controles internos necessários para que a liquidez da carteira seja compatível com: os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e o cumprimento das obrigações do fundo. Aqui percebe-se algo interessante, na medida em que a LSA não traz disposições relevantes acerca da manutenção da liquidez das respectivas ações da companhia – o único dispositivo na lei que aborda algo semelhante é o art. 4º, § 6º, segundo o qual o acionista controlador ou sociedade controladora que adquirir ações de companhia aberta sob seu controle em proporções que impeçam a liquidez das ações remanescentes, ficará obrigado a fazer oferta pública para adquiri-las.

Isto se justifica, contudo, pela diferença nas duas espécies de investimento, uma vez que nos fundos abertos o cotista pode solicitar o reembolso de suas cotas a qualquer momento, cabendo então ao fundo vender os ativos investidos para gerar liquidez e pagar o que foi solicitado. O mesmo não se aplica às companhias, onde, salvo exceções, os acionistas não podem solicitar a qualquer momento o reembolso do valor de suas ações (art. 45, LSA).

Seguindo, o § 1º do mesmo art. 90 ainda estatui que referidas políticas, procedimentos e controles internos previstos no *caput* devem levar em conta, no mínimo: a liquidez dos diferentes ativos do fundo; as obrigações do fundo, incluindo depósito de margem esperados e outras garantias; os valores esperados de resgate em condições ordinárias; e o grau de dispersão da propriedade das cotas. Trata-se de ainda mais exigências para que se observe a proteção à liquidez de carteira, o que, como não poderia ser de outro modo, representa grande garantia aos cotistas.

Neste ponto a IN/CVM 555 se destaca, justamente por conta da preocupação que traz em relação à manutenção da liquidez do fundo. Voltando a entrar no tópico de investimentos, a liquidez costuma estar entre as prioridades mais altas dos investidores quando da realização dos seus aportes, isto porque ela é determinada pelos prazos de resgate dos títulos investidos pelo fundo.

Fundos que investem em ativos de baixa liquidez, tais como imóveis ou debêntures, costumam ter prazos de resgate mais longos, baseando-se em estratégias de longo prazo. Por outro lado, fundos compostos por ativos líquidos, como títulos do Tesouro ou ações, possuem prazos de resgate mais curtos. Desta forma, conhecer a liquidez dos ativos investidos pelo fundo é determinante para se traçar a estratégia de investimento, de modo que o cotista é especialmente interessado quando se trata de disposições legais neste sentido. Aqui se faz extremamente pertinente um esclarecimento trazido pela doutrina:

Há ainda um componente comportamental do investidor que deve ser levado em conta na estruturação do fundo e que ficou evidente com a crise econômica gerada pela pandemia de COVID-19, qual seja, fundos D0 e D+1 [aqueles em que o reembolso do valor das cotas se dá no mesmo dia do pedido – D0 – ou até um dia depois – D+1] tendem a provocar uma corrida de resgate (*front running*) em um cenário de crise. Fundos com prazos de resgate mais extensos, por sua vez, ainda que não sejam tão facilmente comercializados junto ao público investidor, tendem a não estar tão sujeitos a esse efeito *front running*, pois o cotista já sabe que não conseguirá sair no pico da crise, criando-se, assim, um incentivo para que a decisão de resgate seja tomada de forma mais ponderada e não calor dos acontecimentos (TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 192).

A última disposição que também toca ao gestor, no art. 91, IN/CVM 555, é o § 5º, que trata da liquidez dos fundos investidos pelo fundo, caso investir em cotas de outros fundos faça parte da sua estratégia (fundo de fundo). Neste caso, ambos, gestor e administrador, devem avaliar, em conjunto e diligentemente, a liquidez dos fundos investidos, considerando, no mínimo: o volume investido; as regras de pagamento de resgate do fundo investido; e o sistemas e ferramentas de gestão de liquidez utilizados pelo administrador e gestor do fundo investido. Tal normativa se justifica, pois a liquidez dos fundos investidos determina a liquidez do fundo investidor.

Por fim, dispõe o art. 91, § 6º, IN/CVM 555, que as disposições previstas neste artigo não se aplicam a fundos fechados, o que faz sentido, já que não enfrentam problemas de liquidez decorrentes de pedidos de resgate, justamente porque as cotas não podem ser resgatadas antes do vencimento do fundo.

2.1.6.2.1 Mecanismo de Gestão da Liquidez

Os mecanismos de gestão de liquidez dividem-se em duas categorias: preventivos e reativos. Os primeiros se dão durante a própria gestão cotidiana do fundo, sendo exemplos “a aplicação de testes de *stress*, a definição de regras de diversificação de portfólio e a previsão

de prazos de resgates compatíveis com os níveis de liquidez dos ativos da carteira” (TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 192). Em resumo, como seu próprio nome leva a crer, são mecanismos que buscam evitar crises de liquidez.

Os reativos, por outro lado, se dão quando já se pode verificar a crise de liquidez, ou se esteja na iminência de tanto. Atualmente, o único mecanismo reativo de que o administrador pode lançar mão sem necessidade de concordância dos cotistas em assembleia é o fechamento do fundo para a realização de resgates, conforme autoriza o art. 39, *caput*, IN/CVM 555.

Uma crítica que se pode fazer a este pequeno arsenal de enfrentamento a crises de liquidez, endossada inclusive pelo próprio FMI (Fundo Monetário Internacional) e FSB (*Financial Stability Board*), é de que a “falta de acesso imediato pelos prestadores de serviço dos fundos de investimento a ferramentas reativas que estão previstas em outras jurisdições podem ter efeitos negativos para o mercado” (FERNANDES *apud* TINOCO. VIEIRA, 2021, p. 192). Percebe-se que os gestores e administradores de fundos no Brasil encontram-se em desvantagem para enfrentamento a crises de liquidez, já que possuem pouca margem de manobra para agirem por conta própria, por mais que a IN/CVM 555 demonstre tanta preocupação com a gestão de liquidez.

2.1.6.2.2 Corrida de resgate, *Swing Pricing* e *Side Pocket*

Corrida de resgate é o fenômeno que se verifica quando, em decorrência de acontecimentos externos, como crises, investidores “correm” para se desfazer de seus ativos e liquidá-los, recebendo o preço em dinheiro, por conta da insegurança do momento em questão. Especificamente no que toca aos fundos de investimento, os cotistas tentam se desfazer o mais rápido possível das suas cotas, sendo reembolsados por seu valor (o que, claro, só é possível nos fundos abertos).

No cenário recente da pandemia, segundo dados da Anbima, no primeiro semestre de 2020 o mercado de fundos de investimento no Brasil fechou com um total de resgates líquidos de R\$ 16,2 bilhões – e, especificamente no que tange aos fundos de renda fixa, esta cifra foi de R\$ 95,2 bilhões (DAU; RANGEL, 2021, p. 43).

Aparentemente, trata-se de uma prática inofensiva, já que, como se trata de fundos abertos, os cotistas têm pleno direito de se desfazerem de suas cotas e receberem o respectivo valor em dinheiro. Contudo, o que se verifica na prática é que os primeiros dão as ordens de resgate, “*front runners*”, pois correm na frente dos demais, beneficiam-se às custas do patrimônio do fundo, e, conseqüentemente, dos demais cotistas.

Isto ocorre pois, para honrar os pedidos de resgate, o gestor se vê forçado a se desfazer dos ativos de maior liquidez, e, em relação aos ilíquidos, vendê-los com significativo deságio, pois precisa do seu valor em dinheiro o mais rápido possível. Isto, por sua vez, leva a um efeito manada, pois os cotistas que optam por permanecer no fundo se veem prejudicados (DAU; RANGEL, 2021, p. 46).

Aqui se faz relevante uma citação de Mark Carney, ex-presidente do Banco da Inglaterra, que disse: “estes fundos são construídos numa mentira, que é que você pode ter liquidez diária, e isso para ativos que fundamentalmente não são líquidos (KASYHAP; KOHN; WESSEL, 2020)”.

Como se isto não bastasse, ainda deve-se considerar que “tais operações possuem diversos custos de transação diretos e indiretos, tais como taxas de corretagem, negociação, liquidação, impostos, variação cambial, entre outros, além de *spreads* [deságio] de mercado” (DAU; RANGEL, 2021, p. 45).

Verifica-se assim que a prática da corrida de resgate impõe, na verdade, uma transferência de renda oculta, do patrimônio do fundo para os *front runners*, na medida em que estes recebem o valor “cheio” das suas cotas, calculado dividindo-se o patrimônio total do fundo pelo número de cotas (segundo o art. 11, § 1º, IN/CVM 555), sendo que os referidos custos costumam não estar imediatamente refletidos nesta conta, não sendo, assim, arcados pelo cotista retirante, mas, ao contrário, pelo próprio fundo (DAU; RANGEL, 2021, p. 45). Fica claro como tal prática prejudica os cotistas que possuem estratégia de longo prazo, além de “depredar” os ativos líquidos da carteira, que são os primeiros a serem vendidos.

Tendo isto em mente, a doutrina sugere formas de se sanar este problema, muito utilizadas em outros países, notadamente o *swing pricing* e o *side pocket*. Ressalta-se que, caso internalizadas pelo direito nacional, importariam em novas obrigações aos gestores e também administradores, motivo pelo qual são trabalhadas aqui. Passa-se à sua análise.

O *swing pricing*, ou valor flexível da cota, é “um mecanismo que permite o ajuste do valor unitário das cotas do fundo para mais ou para menos, de acordo com um fator objetivo de flutuação pré-estabelecido (*‘swing factor’*)” (DAU; RANGEL, 2021, p. 46). Segundo os mesmos autores, o objetivo desta ferramenta é transferir os custos totais da operação para os seus responsáveis, sejam retirantes ou ingressantes. Ainda complementam:

O *swing pricing* possui duas formas de atuação. Na primeira, denominada *‘full swing pricing’*, o valor unitário da cota será ajustado sempre que houver variação do patrimônio líquido do fundo, independentemente do volume financeiro dos fluxos de entrada ou saída de recursos. Na segunda, denominada *‘partial swing pricing’*, a oscilação do valor unitário das cotas ocorrerá apenas caso a variação do patrimônio líquido do fundo ultrapasse determinado limite previamente estabelecido, denominado *‘limite de flutuação’* (*‘swing threshold’*) (DAU. RANGEL, 2021, p. 46).

Como argumentos favoráveis ao *swing pricing* podem-se citar: o desestímulo ao *front running*, na medida em que o *front runner* seria onerado por isto; em consequência do anterior, proteção aos investidores de longo prazo, que deixariam de sofrer os ônus financeiros das escolhas de investimento de terceiros; de um modo geral, tratamento mais justo entre os cotistas, já que a transferência de riqueza entre eles seria em grande medida mitigada; para os gestores, seria uma forma de manter o bom histórico de desempenho do fundo, bem como sua perspectiva futura, além de representar alívio para as receitas (DAU; RANGEL, 2021, p. 47).

Apesar disto, a CVM, através do Ofício Circular nº 10/CVM/SIN, entendeu que não seria desejável a implementação do *swing pricing* no Brasil, principalmente, por motivos de sua complexidade e consequente dificuldade de o investidor médio brasileiro compreendê-lo (DAU; RANGEL, 2021, p. 47).

Não é uma justificativa muito boa, primeiro porque, como visto, não se trata de um mecanismo muito complexo, tanto que já é adotado em vários lugares do mundo – tais como Luxemburgo, Reino Unido, Irlanda, França, Holanda e Alemanha (KASYHAP; KOHN; WESSEL, 2020). Em segundo lugar, as vantagens trazidas por tal mecanismo parecem ofuscar em grande medida a desvantagem da sua suposta complexidade.

Contribui para esta conclusão a avaliação da IOSCO (Organização Internacional de Valores Mobiliários) de que o *swing pricing* vem se tornando mais popular “na medida em que as experiências práticas, associadas a uma maior compreensão e educação acerca do seu funcionamento, contribuem para a aceitação e desmistificação do referido mecanismo” (DAU; RANGEL, 2021, p. 49).

Além do *swing pricing* tem-se o *side pocket*, ou “bolso lateral”. Difere do primeiro principalmente por se tratar de um mecanismo reativo, não preventivo. Caracteriza-se pela segregação do patrimônio do fundo, entre os ativos líquidos, de um lado, e os ilíquidos (ou de precificação difícil) do outro, permitindo ao gestor sua liquidação ordenada (DAU; RANGEL, 2021, p. 49).

Enquanto que a primeira porção do patrimônio (ativos líquidos) permanece aberta a aplicações e resgates normalmente, a porção ilíquida não permite a entrada de novos cotistas – restando somente os originais – e também sujeita os cotistas que desejam se retirar a condições mais onerosas (DAU; RANGEL, 2021, p. 49). Desta forma, consegue sanar um dos problemas da corrida de resgate, o deságio dos ativos ilíquidos.

Dau e Rangel apontam como vantagens do *side pocket*: a já mencionada proteção contra o deságio dos ativos ilíquidos; a garantia de que somente os cotistas originários se beneficiarão da valorização do patrimônio ilíquido; a manutenção da possibilidade de aportes por novos investidores no portfólio líquido; e, assim como o *swing pricing*, maior garantia de tratamento isonômico entre os cotistas (DAU; RANGEL, 2021, p. 49).

Também como ponto de diferença em relação ao *swing pricing*, o *side pocket* já existe, de certa forma, no sistema brasileiro. O art. 39, § 2º, IN/CVM 555, estabelece que, caso o fundo permaneça fechado por mais de cinco dias por motivos de iliquidez dos ativos da carteira frente aos pedidos de resgate, o administrador deve convocar assembleia extraordinária para deliberar, entre outras matérias, sobre a cisão do fundo (inciso IV).

A doutrina aponta duas principais críticas a esta saída normativa: a primeira é de que ainda não existe a possibilidade de criação do *side pocket* “virtual”, de modo a permitir duas contabilidades e gestões dentro do mesmo fundo; a solução atualmente prevista na IN/CVM 555 onera os cotistas com os custos de constituição de um segundo fundo, já que passarão, por exemplo, a pagar duas taxas de administração (DAU; RANGEL, 2021, p.50). A segunda crítica é no sentido de que tal mecanismo não é de iniciativa do administrador, ou gestor, mas depende de aprovação em assembleia (DAU; RANGEL, 2021, p. 50). O *side pocket* seria, assim, mais ágil.

Por fim, países que se utilizam do *side pocket* são, além de todos os usuários do *swing pricing*, Austrália, China e Espanha (DAU; RANGEL, 2021, p. 49).

Faz-se extremamente necessária a aplicação do rol de mecanismos para enfrentamentos a crises de liquidez no Brasil, pois, da forma atual, gestores e administradores encontram-se “com as mãos atadas” para tomarem medidas relevantes neste sentido, o que, paradoxalmente, dificulta o cumprimento por eles do seu dever de manutenção da liquidez da carteira, previsto no art. 91, IN/CVM 555. A título de conclusão a este subcapítulo, vale uma citação ao relatório da CVM sobre o assunto:

O FSB, em seu *Peer Review* da indústria brasileira de fundos de investimento, apontou o possível descasamento de liquidez entre ativos e passivos de fundos de investimento como uma vulnerabilidade potencial do sistema, especialmente caso as taxas de juro fossem mantidas em patamares historicamente baixos e maiores investimentos em ativos ilíquidos fossem realizados pelos fundos. Além disso, tal estudo recomendou à jurisdição uma ampliação no rol de ferramentas “excepcionais” de gestão de liquidez, bem como formas mais rápidas de ativação dessas ferramentas, por exemplo, dispensando a necessidade de aprovação de assembleia de cotistas em alguns casos. Essa posição foi acompanhada pelo FMI, ao avaliar a regulação da indústria de fundos de investimento brasileira no âmbito das discussões do *Financial Sector Assessment Program* (FSAP) (CVM, 2018).

2.1.7.3 Normas de Conduta

Fechando o estudo feito neste subcapítulo, o art. 92, IN/CVM 555, traz as normas de conduta para os administradores e gestores de fundos.

O inciso I obriga que exerçam suas atividades sempre buscando as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração dos seus próprios negócios; devendo ainda atuar com lealdade em relação aos cotistas, e ao fundo, abstendo-se de práticas que possam lesar a relação fiduciária entre eles, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades cometidas durante a administração e gestão.

Trata-se de um dispositivo longo, mas que basicamente copia o mesmo dever geral de conduta trazido pelo art. 153, LSA, como norma específica das sociedades por ações, e depois repetido no art. 1.011, *caput*, CC, para os administradores de sociedades simples (regra geral).

O inciso II traz a obrigação de se exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e atividade do fundo, exceto o que dispuser a política do direito de voto do fundo. Não possui disposição equivalente na LSA.

O último inciso do artigo, o III, basicamente reforça o que é estatuído no inciso I, na medida em que traz o dever de se empregar, na defesa dos interesses dos cotistas, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medias judicias cabíveis.

Reforçando também o dever de agir sempre no melhor interesse o fundo, o § 1º do art. 92 obriga que administradores e gestores transfiram ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência da sua condição, sem prejuízo, contudo, da remuneração que lhes é devida.

A IN/CVM 555 especifica ainda mais este dever, já que no seu § 2º proíbe que administradores, gestores e consultores recebem, direta ou indiretamente, qualquer bonificação, direito ou vantagem, que potencialmente prejudiquem sua independência, decorrentes de partes relacionadas.

Por fim, a disposição prevista neste parágrafo não se aplica: a fundos de fundos que invistam mais de 95% de seu patrimônio em um único fundo; a fundos destinados a investidores profissionais, desde que a totalidade assine o respectivo termo de ciência.

2.1.8 Fundos Estruturados

Toda a análise feita até aqui se focou nos fundos 555. Passa-se agora aos fundos estruturados, lembrando que, apesar de possuírem normativa específica, sujeitam-se subsidiariamente à IN/CVM 555.

Uma nota que vale para as três espécies de fundos estruturados é que, diferentemente dos fundos 555, por conta da maior complexidade dos investimentos feitos pelos primeiros, a faculdade de o administrador contratar terceiros para desempenhar atividades específicas – aqui, notadamente a gestão – acaba se transformando quase numa obrigação, já que o administrador dificilmente possuirá a expertise para gerir uma carteira desta espécie de fundo (TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 195).

2.1.8.1 Fundos de Investimento em Participação

Começam-se com os FIPs, que possuem sua regulação na IN/CVM 578. Como primeiro ponto a se destacar, assim como ocorre nos fundos 555, o administrador aqui também está autorizado a contratar gestor, pelo art. 33, § 2º, I, IN/CVM 578.

Aqui já surge um ponto crucial de diferença em relação aos fundos 555. Enquanto que a normativa destes obriga que o administrador responda solidariamente com o gestor contratado pelos prejuízos causados aos cotistas em virtude de desrespeito à lei, ao regulamento, ou aos atos d CVM, tal não se verifica nos FIPs. O § 4º do art. 33, o qual trata de com quais profissionais contratados o administrador responde solidariamente, exclui o gestor.

O art. 40, IN/CVM 578 trata das obrigações do gestor, e já se percebe outro ponto de diferença em relação à IN/CVM 555, na medida em que esta não possui nenhum artigo que discipline exclusivamente as obrigações deste prestador de serviço; na verdade, todos os artigos que se aplicam ao gestor aplicam-se também ao administrador. Isso denota o maior grau de importância que o gestor assume nesta modalidade de fundos aqui estudada. Passa-se à análise de suas obrigações:

- I. Elaborar, juntamente com o administrador, o relatório a respeito das operações e resultados do fundo, com declaração de foram obedecidas as determinações da IN/CVM 578 e do regulamento do fundo;
- II. Fornecer aos cotistas, que requererem, estudos e análises de investimento que possam fundamentar as decisões destes a serem tomadas em assembleia, incluindo as justificativas das respectivas recomendações. Trata-se de uma obrigação sem paralelo na IN/CVM 555, e que também ressalta a maior atenção dada ao gestor nos fundos estruturados, já que, por este dispositivo, reportam-se diretamente aos cotistas;
- III. Na mesma linha da anterior, também é dever do gestor fornecer periodicamente aos cotistas atualizações dos estudos e análises que permitam acompanhamento dos investimentos feitos, resultados alcançados, e perspectivas futuras de retorno, bem como a identificação de possíveis práticas para maximizar o resultado do fundo;
- IV. Custear as despesas de propaganda do fundo. Tem-se aqui uma obrigação que, pela sua natureza geral a respeito do fundo, não especificamente à gestão dos ativos, era de se esperar que estivesse a cargo do administrador;
- V. Exercer ou diligenciar para que sejam exercidos todos os direitos inerentes ao patrimônio do fundo;
- VI. Transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa auferir em decorrência de sua condição;

- VII. Firmar, em nome do fundo, os acordos de acionistas nas companhias em que investir. Aqui deve-se lembrar que FIPs acompanham a vida das companhias investidas de perto, atuando como acionistas controladores. Pelo fato de caber ao gestor tocar a política de investimento, faz sentido que tal obrigação esteja a seu cargo;
- VIII. Em complementação à anterior, é dever do gestor manter efetiva influência nas companhias investidas, bem como assegurar o cumprimento das práticas de governança previstas no art. 8º da IN/CVM 578;
- IX. Cumprir as deliberações da assembleia geral que tocarem à gestão;
- X. Cumprir e fazer cumprir as disposições referentes à gestão, previstas no regulamento do fundo;
- XI. Contratar, em nome do fundo, bem como coordenar, os serviços de assessoria e consultoria correlatos aos investimentos ou desinvestimentos do fundo nos ativos previstos no art. 5º da IN/CVM 578;
- XII. E fornecer aos administradores todos os documentos necessários ao cumprimento de suas obrigações.

São estas as obrigações trazidas pela IN/CVM 578 para os gestores. Percebe-se aqui claramente um tratamento diferenciado dispensado a este profissional em relação ao que é disposto na IN/CVM 555. Aqui, suas obrigações são de maior importância, além de serem disciplinadas de forma aparta das obrigações do administrador, com quem não responde solidariamente também, outro ponto digno de nota.

2.1.8.2 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

FIDCs são regulados pela IN/CVM 356, a qual prevê, em seu art. 39, II, a possibilidade de contratação de gestor pelo administrador, e é no § 2º do mesmo artigo que se encontra a primeira vedação ao gestor (também aplicável ao administrador, ao custodiante, ao consultor especializado bem como às partes relacionadas a todos eles): ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios nos fundos em que atuem.

Esta é, por incrível que pareça, a única disposição da Instrução que implique vedação ou obrigação ao gestor, concluindo-se que sobre basicamente recaem apenas as regras gerais da IN/CVM 555. Este “vácuo” normativo realmente é digno de nota, principalmente considerando-se que, assim como nos FIPs, o gestor dos FIDCs possuem altíssimo grau de responsabilidade em suas mãos, já que são eles quem escolhe os títulos de crédito a serem adquiridos pelo fundo, tarefa longe de ser simples.

Uma diferença em relação à IN/CVM 555 que merece ser ressaltada é que, para os gestores de FIDCs, assim como no caso dos FIPs, não se exige responsabilidade solidária com o administrador.

2.1.8.3 Fundos de Investimento Imobiliários

Mais uma vez, assim como nas modalidades acima estudadas, a regulação dos FIIs também prevê a possibilidade de contratação de gestor, segundo o art. 29, § 1º, IN/CVM 472. Apesar de tal permissiva, o § 2º do mesmo artigo dispõe que, sem prejuízo da possibilidade de se contratar terceiro para a administração dos imóveis, a responsabilidade pela gestão dos ativos do fundo cabe exclusivamente ao administrador. É um dispositivo *sui generis*, já que nenhum dos outros diplomas estudados traz previsão semelhante, o que, de certo modo, revela um deslocamento deste diploma normativo.

Além disso, assim como no caso dos FIDCs, a IN/CVM 472 não traz previsões específicas para o gesto. Seu art. 35 traz as vedações ao administrador que exerce a função de gestor, e servirá de base para a análise aqui traçada. É uma previsão, no mínimo, estranha, já que faria mais sentido contemplar a figura do gestor propriamente dito, não a atuação enquanto tal do administrador. Mas passa-se à análise.

Dispõe o art. 35, IN/CVM 472, que é vedado ao administrador que atua como gestor:

- I. Receber depósitos em sua própria conta corrente;
- II. Conceder empréstimos, adiantar rendas futuras ou abrir qualquer espécie de crédito aos cotistas. Disposição importante, pois busca claramente manter a isonomia de tratamento entre os cotistas, o que é algo fundamental.
- III. Contrair ou efetuar empréstimos, em geral;
- IV. Prestar fiança, aval, ou coobrigar-se de qualquer forma nas operações do fundo. Dispositivo que busca assegurar a independência do administrador-gestor.
- V. Aplicar no exterior recursos captados no Brasil;
- VI. Aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio fundo. É um dispositivo interessante, pois, aparentemente, busca evitar o *insider trading*, prática que será mais bem aprofundada no subcapítulo próprio das companhias.
- VII. Vender as cotas do fundo à prestação,
- VIII. Prometer rendimentos predeterminado aos cotistas. As razões desta proibição já foram abordadas na subcapítulo que trata da IN/CVM 555, aonde se remete o leitor;

- IX. Realizar operação quando fique caracterizado conflito de interesses entre o fundo e o próprio administrador, gestor, ou consultor, entre o fundo e o cotista que detenha, no mínimo, 10% das cotas do fundo, entre o fundo e o representante de cotista, e finalmente entre o fundo e o empreendedor a receber o investimento. Em todas as hipóteses, a realização da operação é permitida caso autorizada pela assembleia geral;
- X. Constituir ônus reais sobre os imóveis integrantes da carteira do fundo;
- XI. Realizar operações com modalidades financeiras não previstas na IN/CVM 472;
- XII. Realizar operações com ações ou quaisquer outros valores mobiliários fora dos mercados organizados pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, de exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização. Busca-se aqui, claramente, garantir segurança às operações do fundo, e, conseqüentemente, aos cotistas;
- XIII. Realizar operações com derivativos, salvo quando se tratar de modalidade de proteção patrimonial, e desde que a exposição seja, no máximo, o valor total do patrimônio do fundo. Não faz parte do escopo do presente trabalho, porém derivativos são modalidades de investimento extremamente arriscadas, quando não usadas para fins de proteção patrimonial, o chamado *hedging*, de onde se justifica a proibição;
- XIV. E, por fim, praticar qualquer ato de liberalidade.

São estas todas as vedações ao administrador que atua como gesto. Como dito acima, a IN/CVM 472 se furtou de dispor especificamente sobre a figura do gestor, o que parece um erro.

2.1.9 Conclusão – Deveres do Gestor

Como se percebe a partir da análise da IN/CVM 555, tentou-se, com ela, trazer normativas uniformes para as diversas espécies de fundos por ela reguladas, bem como os demais, aos quais ela se aplica subsidiariamente. Isto, por óbvio, é extremamente positivo. Os artigos que estabelecem deveres e responsabilidade são notadamente bem específicos, além de cobrirem diversos campos de atuação, mais inclusive do que a legislação das companhias.

Contudo, uma crítica contundente apontada pela doutrina à IN/CVM 555 é a sua incapacidade de trazer de forma suficientemente clara a delimitação das esferas de responsabilidade dos administradores e gestores de fundos (TINOCO; VIEIRA, 2021, p. 208), principalmente considerando o número de atribuições conjuntas que ambos possuem, trazidas no art. 91 da Instrução; o que, sem uma esfera bem definida de responsabilidade, tem potencial de gerar grande insegurança jurídica.

Além das atribuições conjuntas, Tinoco e Vieira (2021, p. 209 a 210) apontam ainda, com principais óbices à delimitação clara das esferas de responsabilidade de gestores e administradores: o art. 79, § 2º, IN/CVM 555, o qual estipula que contratos celebrados com alguns prestadores de serviços do fundo – entre ele o gestor – possuam cláusula de responsabilidade solidária do administrador por prejuízos causados ao cotista em virtude de conduta contrária à lei, ao regulamento do fundo, ou aos atos normativos da CVM; e o art. 90, X, IN/CVM 555, que determina ser dever do administrador fiscalizar os serviços prestados pelos terceiros contratados pelo fundo, o que inclui os gestores.

Outro erro em que a referida Instrução incorre é alçar o administrador à posição de figura central dentro do fundo. Na opinião dos autores Tinoco e Vieira (2021, p. 209), isto denota um certo “descasamento” da IN/CVM 555 com a prática do mercado, já que, neste “os gestores acabam, na prática, realizando uma série de atividades conferidas pela regulação aos administradores, como, por exemplo, estruturar os fundos de investimento e lidar com cotistas”.

Vale ressaltar que todas estas críticas são plenamente extensíveis às Instruções que tratam dos fundos estruturados, visto que cometem os mesmos erros, como foi apontado.

Outra crítica que aqui deve ser lembrada é o número pouco expressivo de ferramentas de que gestores e administradores dispõem para fazer frente a crises de liquidez. Como visto, isto torna especialmente difícil desempenharem bem sua obrigação de zelar pela liquidez da carteira, e, de forma reflexa, coloca os cotistas – principalmente aqueles com objetivos de longo prazo – em situação de fragilidade em comparação aos *front runners*.

2.2 Normativa das Companhias

A normativa que diz respeito aos deveres e responsabilidades dos administradores de companhias é consideravelmente mais simples do que a referente aos fundos, por dois motivos principais: enquanto que nos fundos há duas figuras principais a serem estudadas, gestor e administrador, a companhia somente possui este último; além disso, seus deveres estão todos reunidos em apenas um diploma legal, a Lei 6.404/76.

E LSA inaugura a Secção dos deveres e responsabilidades dos administradores com o art. 153, o qual traz a previsão mais genérica neste sentido, já que obriga que empreguem, no

exercício de suas funções, cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar nos seus negócios. Como visto acima, a IN/CVM 555 possui previsão idêntica.

Diligência, para COELHO (2019, p. 243) deve ser considerada dentro do escopo da administração de empresa, de forma que é diligente a conduta daquele que observa os princípios deste campo. A referência ao “homem ativo e probo” é por demais vaga e imprecisa.

Em termos de vedações, a LSA é bem mais concisa do que as Instruções Normativas que tratam dos fundos, já que o único dispositivo da Seção que veda condutas aos administradores, o § 2º do art. 154, traz apenas três alíneas – praticar ato de liberalidade às custas da companhia; sem autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, tomar recursos da companhia em empréstimo, bem como utilizar em proveito próprio, de terceiros, ou de sociedade em que tenha interesse, seus bens, serviços e crédito; sem autorização do estatuto ou da assembleia-geral, receber de terceiros, qualquer modalidade, direta ou indireta, de vantagem pessoal em decorrência do exercício de seu cargo.

As vedações têm como mote coibir o desvio de finalidade, de modo que o comando do *caput* do art. 154, segundo o qual o administrador deve agir sempre no interesse da companhia, seja respeitado na prática.

O dever de lealdade é previsto no art. 155, LSA, o qual proíbe ao administrador: usar em benefício próprio ou de terceiro as oportunidades comerciais a que tiver conhecimento em razão do exercício de seu cargo na companhia, ainda que tal não acarrete prejuízo a esta; omitir-se na proteção dos direitos da companhia, ou, visando vantagem pessoal ou de terceiro, deixar de aproveitar oportunidade de negócio de interesse à companhia; e por fim adquirir para revender com lucro bem ou direito que sabe necessário à companhia.

Enquanto que o art. 154, § 2º, LSA, o qual trata propriamente do dever de diligência do administrador, traz previsões mais claras e de identificação mais fácil na realidade, o art. 155, LSA, é um pouco mais vago, principalmente nos dois primeiros incisos do *caput*, já que trazem condutas cuja verificação e prova são mais complexas. Coelho também observa que é comum que o desrespeito a um dever de lealdade importa também em violação ao dever de diligência, sendo inclusive esta mais facilmente argumentável (COELHO, 2019, p. 244).

O art. 156, LSA, trata do conflito de interesses. Por ele, é vedado ao administrador tomar parte em negócios sociais nos quais possua interesse conflitante com o da companhia; não pode nem mesmo participar da deliberação dos demais administradores, devendo, em todo caso, devendo consignar seu interesse em ata. Como bem aponta Coelho (2019, p.245), tal vedação não proíbe que o administrador contrate com a própria sociedade, já que apenas o administrador de instituição financeira é proibido de contratar mútuo, na condição de mutuário, com a respectiva instituição por ele administrada, segundo o art. 34, I, Lei nº 4.595/64).

Por fim, o último dever imposto ao administrador, e este exclusivamente para companhias abertas, é o de informar, previsto no art. 157, LSA. Já no ato de posse, o administrador deve informar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações de que seja titular, de emissões da própria companhia, ou sociedades controladas ou do mesmo grupo.

Previsão extremamente relevante neste sentido, e que não possui correspondência na normativa dos fundos de investimento, é o § 1º do art. 157, o qual confere aos acionistas titulares de, no mínimo, 5% do capital social, o direito de exigir que o administrador revele à companhia:

- I. O número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- II. As opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- III. Os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- IV. As condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- V. Quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

Percebe-se que se trata de um grande poder conferido aos acionistas, não só pela natureza das informações que podem ser solicitadas, mas pelo fato de se tratar de rol exemplificativo, por conta da última alínea.

É uma disposição relevante pois encerra um direito aos acionistas, especificamente, para terem acesso a informações importantes que dizem respeito à vida da companhia. Tem-se muito

claramente aqui que o intuito do dispositivo é o de conferir aos acionistas a possibilidade de se defenderem contra a prática do *insider trading*.

Tal prática é definida pela CVM como “qualquer operação realizada por um ‘*insider*’ com valores mobiliários de emissão da companhia, e em proveito próprio, pessoal” (PARENTE, 1978, p. 6). *Insider*, por sua vez, é definido como “toda pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a ‘informações relevantes’ relativas aos negócios e situação da companhia” (PARENTE, 1978, p. 3).

Ou seja, é prática de se utilizarem informações relevantes e ainda não divulgadas ao mercado para a obtenção de vantagem indevida, para si ou para outrem; sendo inclusive esta, em linhas gerais, a tipificação penal trazida pela Lei nº 6.385/76, art. 27-D, *caput*. Por este dispositivo, tal conduta é punível com pena de reclusão de 1 a 5 anos, e multa de até 3 vezes o valor da vantagem ilícita obtida.

Na mesma linha, o § 4º do mesmo artigo obriga os administradores de companhia aberta a comunicarem imediatamente a bolsa de valores, bem como divulgar pela imprensa, qualquer deliberação da assembleia ou dos órgãos administrativos da companhia, ou fato relevante, que possa influir na tomada de decisão por parte do mercado no que toca aos valores mobiliários de emissão da companhia.

O § 5º do art. 157 traz a possibilidade de o administrador recusar-se a prestar as informações previstas na alínea “a” do § 1º – número dos valores mobiliários de emissão da companhia, de sociedade controlada, ou do grupo de que faça parte, que tiver adquirido ou alienado no exercício anterior – ou deixar de divulgar as informações do § 4º, caso entenda que, em ambos os casos, a revelação de tais informações porá em risco interesse legítimo da companhia. Neste caso, porém, cabe à CVM, a pedido dos acionistas, dos próprios administradores, ou *ex officio* decidir, e, eventualmente, responsabilizar os administradores.

Ainda buscando dificultar a prática do *insider trading*, o § 6º estatui que os administradores de companhias abertas devem informar imediatamente, à CVM e às bolsas ou mercados de balcão organizados em que se negociem valores da companhia, quaisquer modificações da sua participação acionária nesta.

Contudo, por mais importante que seja esta previsão, a principal obrigação contida no art. 157 é aquela encontrada no seu § 4º, segundo o qual os administradores são obrigados a comunicar ao mercado qualquer deliberação da assembleia-geral, ou dos órgãos da administração, bem como de qualquer fato relevante que possa influenciar de forma ponderável a decisão de os investidores comprarem ou venderem os valores mobiliários emitidos pela companhia. Coelho (2019, p.247) explica bem o porquê da importância deste dever:

O regular funcionamento do mercado de capitais depende da transparência no acesso às informações sobre as companhias abertas emissoras dos valores mobiliários nele negociados. É o princípio do *full disclosure*, que procura assegurar a todos os investidores oportunidades iguais na negociação. [...] A comunicação deve dar-se imediatamente após a prática do ato, conclusão do negócio ou ocorrência do fato, momento que nem sempre é fácil de precisar. [...] A divulgação precipitada de transações ainda em andamento não raro é altamente desinteressante para as partes e pode, mesmo, chegar a comprometê-las. Uma vez concluídas as negociações, no entanto, nasce o dever de informar os seus aspectos relevantes ao mercado.

Até mesmo por conta deste potencial danoso da divulgação destas informações, o § 4º do art. 157 autoriza que o administrador se recuse a prestar as informações contidas no § 1º, alínea “e” – “quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia” – ou deixar de divulgar as informações do § 4º, caso entenda que tal porá em risco legítimo interesse da companhia, cabendo à CVM decidir a respeito.

2.2.1 Responsabilidade do Administrador

Possivelmente a previsão mais importante desta Secção da LSA é o art. 158, que trata da responsabilidade civil dos administradores. Por ele, os administradores respondem civilmente perante a companhia pelos prejuízos que causar quando proceder dentro dos seus poderes, porém com culpa ou dolo (inciso I); ou com violação à lei ou estatuto (inciso II).

No que toca ao inciso II, a doutrina majoritária entende tratar de responsabilidade subjetiva com presunção de culpa, ou inversão do ônus probatório (COELHO, 2019, p. 248); sobre o primeiro inciso, é unânime o entendimento de que se trata de responsabilidade subjetiva clássica.

O autor, contudo, discorda de tal ponto de vista, acreditando tratarem-se ambas as figuras de responsabilidade subjetiva clássica, por conta da fungibilidade entre elas. Argumenta que toda atuação culposa ou dolosa é violadora da lei ou estatuto, bem como que toda violação da

lei ou estatuto decorre de uma conduta culposa ou dolosa (2019, p. 254 a 255). Não parece a melhor conclusão, já que de fato é possível a segunda sem a primeira, ou seja, o administrador violar a lei ou o estatuto sem agir, contudo, com culpa ou dolo, por ausência de elemento subjetivo.

O § 1º do mesmo artigo especifica, dizendo que o administrador não responde pelos ilícitos de outros administradores, a menos que com ele tenha sido conivente, se tenha negligenciado em descobrir o ato, ou, tendo descoberto, tiver deixado de agir para impedi-lo. O § 2º, por sua vez, traz a solidariedade entre todos os administradores pelos prejuízos que causarem decorrentes do não cumprimento dos deveres legais impostos para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que pelo estatuto tais deveres não caibam a todos eles – esta última parte não se aplica às companhias abertas porém, já que nestas vale a previsão estatutária (art. 158, § 3º, LSA).

O § 4º do art. 158 estende a responsabilidade ao administrador que, tomando conhecimento do não cumprimento dos deveres pelo seu sucessor, ou pelo administrador competente, deixa de comunicar o fato à assembleia. Por fim, o § 5º dispõe que responde solidariamente com o administrador aquele que concorrer com ele para a prática da violação.

A respectiva ação de responsabilidade deve ser proposta pela companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, segundo o *caput* do art. 159, LSA. Outro dispositivo que confere importantes poderes ao acionista é o § 3º do mesmo artigo, segundo o qual qualquer acionista poderá promover a ação caso não seja promovida em até três meses da respectiva deliberação. O § 4º vai além, ao dispor que mesmo que a assembleia delibere contra a ação, esta poderá ser proposta por iniciativa de acionista titulares de 5%, no mínimo, das ações.

2.2.1.1 Sociedades de Economia Mista

Começa-se dizendo que, segundo o art. 16 da Lei nº 13.303/16, o administrador aqui se submete a todas as regras constantes na LSA. O diploma específico, porém, traz mais algumas exigências não encontradas na lei geral. Assim sendo, o art. 17, L. 13.303/16, estatui que o membro do conselho de administração, os indicados para cargo de diretor, diretor-geral e diretor-presidente, além de serem cidadãos de notório conhecimento e reputação ilibada, deve possuir experiência profissional de no mínimo:

- a. 10 anos, no setor público ou privado, na área de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou em área conexas àquela para a qual forem indicados em função de direção superior;
- b. ou 4 anos ocupando pelo menos um dos seguintes cargos: direção ou de chefia superior em empresa de porte ou objeto social semelhante ao da empresa pública ou da sociedade de economia mista, entendendo-se como cargo de chefia superior aquele situado nos 2 (dois) níveis hierárquicos não estatutários mais altos da empresa; cargo em comissão ou função de confiança equivalente a DAS-4 ou superior, no setor público; cargo de docente ou de pesquisador em áreas de atuação da empresa pública ou da sociedade de economia mista;
- c. ou 4 anos de experiência como profissional liberal em atividade direta ou indiretamente vinculada à área de atuação da empresa pública ou sociedade de economia mista.

Além destes requisitos alternativos, o artigo em questão também traz outros: ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado; e não se enquadrar nas hipóteses de inelegibilidade previstas nas alíneas do inciso I do art. 1º da Lei Complementar 64/90.

Ao lado das exigências, a lei também traz as vedações para indicações ao conselho de administração e à diretoria. Pelos incisos do § 2º do art. 17, são vedadas as indicações:

- I. De representante do órgão regulador ao qual a empresa pública ou a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de titular de cargo, sem vínculo permanente com o serviço público, de natureza especial ou de direção e assessoramento superior na administração pública, de dirigente estatutário de partido político e de titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados do cargo (vedação extensível até os parentes consanguíneos ou afins de terceiro grau);
- II. De pessoa que atuou, nos últimos 36 meses, como participante de estrutura decisória de partido político ou em trabalho vinculado a organização, estruturação e realização de campanha eleitoral;
- III. De pessoa que exerça cargo em organização sindical;
- IV. De pessoa que tenha firmado contrato ou parceria, como fornecedor ou comprador, demandante ou ofertante, de bens ou serviços de qualquer natureza, com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade em período inferior a 3 anos antes da data de nomeação;
- V. E de pessoa que tenha ou possa ter qualquer forma de conflito de interesse com a pessoa político-administrativa controladora da empresa pública ou da sociedade de economia mista ou com a própria empresa ou sociedade.

Percebe-se que o intuito claro das vedações é trazer maior grau de independência aos conselheiros de administração, cargos de vital importância. Já as exigências positivas buscam garantir a contratação de profissionais mais qualificados.

Ambas se justificam pois, por se tratar de sociedade de economia mista, a qual possui capital público, os princípios da Administração (tais como impessoalidade, moralidade e eficiência) devem se fazer presentes. Nas sociedades privadas, a normativa pode ser menos rígida, justamente porque lida com capital estritamente privado.

Como última disposição relevante, cita-se o § 4º do art. 17, L. 13.303/16, que obriga que os administradores passem, quando da sua tomada de posse e anualmente, por treinamento sobre a legislação societária e de mercado de capitais, divulgação de informações, controles internos, código de conduta, Lei Anticorrupção, e outros temas relacionados.

Trata-se de uma previsão bastante relevante, na medida em que busca garantir que os administradores se mantenham atualizados sobre diplomas importantes para o seu cargo. Novamente, é uma exigência totalmente dentro do padrão de condutas esperado da Administração.

2.3 Conclusão do Capítulo

Como foi possível perceber a partir da análise normativa e doutrinária aqui intentada, as normas tocantes aos deveres e responsabilidades de fundos de investimento são mais minuciosas do que as referentes aos administradores de SA.

Isto não significa necessariamente que a situação do cotista de fundo seja melhor do que a do acionista de SA, em termos de proteção legal. Como foi visto, a normativa da CVM a respeito dos fundos é por vezes vaga, não sendo capaz de delimitar bem os deveres dos gestores e administradores desta espécie de investimento. Além disso, ignora o fato cotidiano de que, na prática, a figura principal dentro dos fundos é o gestor, não o administrador. Esse descompasso leva a certo grau de ineficácia das normas, como visto.

A LSA, por outro lado, possui um rol muito mais conciso no que toca à figura do administrador, e com exigências diferentes em relação às anteriores. Um exemplo de uma das poucas equivalências entre os dois diplomas, é o previsto no art. 91, § 1º, IN/CVM 555 – o qual obriga que administradores e gestores devolvam ao fundo qualquer vantagem pecuniária que possam receber em decorrência do cargo – e no art. 154, § 2º, alínea “c”, LSA – o qual veda ao administrador receber de terceiros, sem autorização estatutária, da assembleia-geral ou do

conselho de administração, qualquer modalidade de vantagem pessoal direta ou indireta, decorrente do exercício do cargo; o § 3º do mesmo artigo ainda estabelece que tais valores pertencerão à companhia.

Em alguns momentos a normativa dos fundos realmente supera a das companhias, como por exemplo no caso do art. 89, V, IN/CVM 555, o qual proíbe a promessa de rendimentos pré-determinados aos cotistas do fundo.

É uma disposição que não possui paralelo na Lei das S/A's. Apesar disso, deve-se lembrar que a conduta de prometer dividendos ou valorizações de capital irrealizáveis nas companhias – idem nos fundos – pode configurar estelionato financeiro, previsto no art. 6º, L. 7.492/86. Por este dispositivo, é punível com pena de reclusão de dois a seis anos o ato de induzir ou manter em erro sócio ou investidor (ou repartição pública, a qual não interessa aqui), relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação, ou prestando-a falsamente.

Percebe-se, contudo, que o disposto na IN/CVM 555, relativo aos fundos, é mais completo e abrangente, já que proíbe a simples conduta de prometer rendimentos de qualquer espécie, prescindindo da sonegação ou falsificação de informações acerca da saúde financeira do empreendimento, como exige o diploma penal citado.

Em outros pontos, a LSA confere direitos importantes aos acionistas que não encontram eco na IN/CVM 555; mais notadamente, o disposto no art. 157, § 1º, LSA, o qual, como visto, confere aos acionistas titulares de no mínimo 5% do capital social o direito de exigirem do administrador uma série de informações importantes. Na mesma linha, cita-se o art. 159, § 3º, LSA, que confere também aos acionistas titulares de, no mínimo, 5% do capital social o direito de ingressarem com ação de responsabilidade civil contra o administrador, caso a companhia não o faça.

Por fim, um ponto de importância vital para a proteção do acionista de SA é a atenção que a respectiva lei dá ao combate ao *insider trading*, conforme foi visto. A IN/CVM 555, além de não abordar diretamente esta prática – apenas de forma reflexa, no art. 92, § 2º, que deve ser interpretado de forma ampla – também não confere meios de os cotistas se protegerem, tais como faz a LSA. Contudo, a própria CVM propôs audiência pública no ano de 2022 para incluir proibições expressas a esta prática; porém, somente na IN/CVM 472, a qual trata especificamente de fundos de investimento imobiliários (LIMA, 2022).

Como se pode ver, baseando-se apenas na lei, é difícil dizer com certeza quem está em situação melhor, se o acionista ou o cotista. Neste ponto, uma análise jurisprudencial se faz muito pertinente.

CAPÍTULO III - CASOS CONCRETOS

Feita a análise normativo-teórica, passa-se agora a um estudo prático, acerca de alguns dos casos julgados pela CVM em sede de processos administrativos. Analisar-se-ão julgados acerca dos deveres e responsabilidade de gestores de fundos e administradores de companhias, sobre tópicos diversos, e, ao final de cada subcapítulo, emitir uma conclusão crítica sobre o entendimento adotado pela autarquia no caso em questão.

3.1 Processo Administrativo Sancionador CVM N° 15/08

3.1.1 Descrição dos Fatos

O processo foi instaurado para apurar a ingerência da Petrobrás nos fundos de investimento BNP Paribas Marte Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento Multimercado de Longo Prazo ("Marte") e Sudameris Fundo de Investimento Multimercado de Longo Prazo Vênus ("Vênus"), nos quais a companhia investia através do BB Milênio 6 Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento Multimercado de Longo Prazo ("BB Milênio"), do qual era a única cotista.

Os dois fundos investidos, Marte e Vênus, sofreram perdas financeiras por investirem em mercado futuro, e suspeitava-se que haviam sido “vítimas de um direcionamento de ordens que favorecesse outros investidores” (CVM, 2019). Isto não se verificou na investigação conduzida pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”); porém, no processo, foi descoberto que, de fato, a Petrobrás possuía ingerência direta nos fundos Marte e Vênus, e que investiu em ativos para os quais não possuía autorização legal.

A acusação descobriu que a Petrobrás determinava a realização de operações no mercado futuros diretamente aos administradores dos dois fundos, o que foi confirmado por pessoas ligadas à sociedade e à BB Gestão de Recursos DTVM S.A. ("BB DTVM"), administradora do fundo BB Milênio, que, recapitulando, era quem aportava no Marte e Vênus. A SPS se convenceu de que isto de fato ocorreu, e considerou o proceder da Petrobrás ilegal por dois motivos:

- i. não é função da Petrobras imiscuir-se na gestão de fundos nos quais investe, principalmente por haver um terceiro especializado para desempenhar essa função; e
- ii. quando a CVM considerou possível a gestão, por cotista exclusivo, das carteiras de fundos, ela o fez expressamente e sob exigências específicas (CVM, 2012).

Conclui-se que os diretores-financeiros da sociedade tinham conhecimento da ingerência da prática ilegal sobre os fundos mencionados, e inclusive participaram dela; assim sendo, teriam violado o dever de diligência em relação à Petrobrás, com base no art. 153, Lei nº 6.404/76¹.

3.1.2 Argumentos Utilizados

Os diretores da companhia argumentaram, em primeiro lugar, que, caso a SPS quisesse imputá-los qualquer atuação irregular em relação aos fundos investidos deveria fazê-lo com base nas Instruções Normativas/CVM 306 e 409, que, à época dos fatos, disciplinavam a gestão regular dos fundos. A SPS não o fez pois concluiu que a conduta daqueles não se enquadrava no descrito nestes diplomas normativos, tendo-se baseado no art. 153, LSA, nas palavras dos acusados, “como se esse dispositivo fosse uma norma genérica aplicável a qualquer conduta que se queira interpretar como reprovável” (CVM, 2012)

Em segundo lugar, alegaram que a interação entre o cotista e os gestores de fundo exclusivo (como se tratavam do Marte e Vênus), é salutar, pois permite que este possa adequar sua política de investimento para mais bem atender àquele. Os diretores ainda esclareceram que:

Isto não deve ser entendido como usurpação das funções do gestor. Nessa comunicação, o cotista não emite ordens ao gestor, excluindo peremptoriamente a possibilidade de sua interferência. Pelo contrário, o gestor mantém suas responsabilidades e o seu mandato em relação à carteira gerida (CVM, 2012).

Além disso, o Parecer de Orientação ANBIMA nº 2/2006 reconhece a licitude desta interação.

Como argumento final, alegaram que os prejuízos sofridos pelo fundo foram bem menores do que o alegado pela acusação; porém, por não se tratar do ponto efetivamente relevante para a análise aqui feita, a discussão não será aprofundada.

¹ ”Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

Quanto aos argumentos da BB DTVM, foram no sentido que esta desconhecia o contato da Petrobrás com os gestores do Marte e Vênus; além disso, pelo fato de a companhia em questão se tratar de um investidor “super-qualificado”, possuía condições de discutir a estratégia de investimento diretamente com os gestores dos fundos.

Sobre os investimentos não serem autorizados, o Decreto-Lei nº 1.290/73 de fato somente autoriza empresas públicas e sociedades de economia mista a aplicarem em Títulos do Tesouro Nacional ou depósitos bancários a prazo. Contudo, o seu art. 4º autoriza que o Conselho Monetário Nacional (“CMN”) conceda exceções a tal regra, tendo a Petrobrás obtido tal autorização em 2000.

Contudo, no entender da SPS, a decisão do CMN não autorizava aplicação “em cotas de outro fundo de investimento com composição de carteira bastante diversa dos fundos extramercado” (CVM, 2012). Assim, ao autorizar estes investimentos, os diretores teriam falhado no seu dever de informar, motivo pelo qual se escolheu tal caso.

Os diretores, acusados de infringir o art. 153, LSA, responderam com o argumento de que não cabia à CVM fiscalizar o cumprimento do Decreto-Lei nº 1.2908/73, já que não é uma norma referente ao mercado mobiliário, afastando-se assim a competência da autarquia. “Portanto, segundo os acusados, embora a CVM tenha competência para regular a Petrobras como companhia aberta e participante do mercado de capitais, não pode fazê-lo no tocante à aplicação de suas disponibilidades de caixa” (CVM, 2012).

3.1.3 Fundamentos do Voto do Relator

Logo de início já foi afastada a tese de defesa da BB DTVM, de que esta, como administradora do fundo Milênio 6, que investia nos fundos Marte e Vênus, não poderia ser responsabilizada pelas irregularidades ocorridas nestes, já que eram administrados e geridos por entidades diversas, às quais caberia a imputação. A relatora fundamentou sua discordância no fato de que “o gestor de um fundo é responsável pela análise, avaliação e constante monitoramento dos ativos por ele adquiridos em nome do fundo” (CVM, 2012), dever este que nasce dos art. 14, II, IN/CVM 306, e art. 65-A, I, IN/CVM 409. E continua:

Conforme já manifestado pela SIN em outras oportunidades [OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº02/2010], um dos desdobramentos do dever de diligência é proceder a uma auditoria nos ativos adquiridos pelo fundo. Cada tipo de ativo demanda um tipo de auditoria e, assim, as informações analisadas, os procedimentos adotados, e mesmo a supervisão exercida pelo gestor variam enormemente de um ativo para outro. Mas, nenhuma aquisição de ativo prescinde da avaliação permanente do gestor (CVM, 2012).

Assim sendo, como grande parte das atribuições dos gestores do Marte e Vênus foram delegadas à Petrobrás, e como a BB DTVM estava ciente de tal fato, caso a delegação fosse ilegal, esta teria o dever de agir, sendo plenamente responsável caso não o fizesse.

Esclarecido este ponto, a relatora então se debruça sobre o cerne da questão: se delegar a gestão do fundo ao proprietário do capital investido (neste caso, a Petrobrás, já que tanto o Marte quanto o Vênus eram fundo exclusivos) configura infração administrativa.

A defesa neste ponto argumentou que a *mens legis* das normas dos fundos que criam a separação e independência dos administradores e gestores em face dos investidores é, principalmente, garantir justamente que os interesses destes últimos sejam protegidos, através de mecanismos pelos quais possam supervisionar os primeiros; além disso, a normativa impõe um regime de responsabilidade dos gestores em relação aos investidores.

No caso em questão, como não havia uma separação rígida entre gestores e o investidor, como restou provado, os recursos naturalmente estariam sendo geridos no interesse deste último, por se tratar de fundo exclusivo; até mesmo por esta característica, não faria sentido aplicar as normas com o mesmo rigor dos fundos típicos, com vários cotistas. Neste ponto, a relatora não discordou.

Contudo, ressaltou que, mesmo se tratando de fundo exclusivo, ainda impera a necessidade de adoção de estruturas de governança traçadas em lei, de modo que “as decisões sejam tomadas por meio de procedimentos adequados e verificáveis e por pessoas que, na eventualidade de qualquer irregularidade, poderão ser identificadas e responsabilizadas” (CVM, 2012).

Complementando este ponto, ressalta que tais normas de governança não interessam apenas aos “detentores do capital” – no caso, a Petrobrás – mas a todos os *stakeholders*, ou grupos de interesse, daquela determinada estrutura, como empregados e credores, por exemplo.

Tais *stakeholders* podem se ver prejudicados em casos de desrespeito às normas instituídas, pois:

Se o monitoramento dos riscos de um determinado fundo não for adequado e, como resultado, seu patrimônio se tornar negativo, não são somente os cotistas que terão seus interesses prejudicados, como também as contrapartes que provavelmente encontrarão dificuldades para exercer os direitos inerentes aos contratos firmados com tal fundo (CVM, 2012).

A relatora ressalta ainda que, da mesma forma como ocorre nas sociedades empresárias, nos fundos, as normas não se prestam somente a proteger o interesse dos cotistas. Em seguida, reconhece que a IN/CVM 475 permite meios alternativos de gestão dos ativos, com participação maior dos cotistas, como por exemplo através do comitê de investimento, desde que se mantivesse a possibilidade de imputação de responsabilidade aos responsáveis. O que não se pode fazer é simplesmente uma ingerência direta e desordenada nos negócios do fundo – se se deseja uma maior participação por partes dos cotistas, ou nesse caso cotistas, deve-se seguir o caminho traçado pelas normativas.

Isto se dá, pois, nas palavras da relatora, a regulação não quis que nenhuma pessoa que tivesse contato com a gestão estivesse fora do regime de responsabilidade impostos, justamente para se assegurar os direitos dos *stakeholders*.

Deixou de condenar a BB DTVM e seu diretor pois não julgou adequado que a CVM se posicionasse sobre isso, pela primeira vez, ressalte-se, logo em um processo administrativo.

Sobre a aplicação dos recursos da Petrobrás em investimentos não autorizados, a relatora julgou correto o argumento de defesa, de que a CVM não teria competência para aplicar o Decreto-Lei 1.290/73, já que trata sobre o patrimônio público, não sobre o mercado de valores.

3.1.4 Acórdão

Por unanimidade, decidiu-se condenar João Pinheiro Nogueira Batista (diretor-financeiro da Petrobrás entre março de 2002 e fevereiro de 2003), Almir Guilherme Barbassa (diretor-financeiro da Petrobrás entre julho de 2005 e julho de 2007) e José Sérgio Gabrielli de Azevedo (diretor-financeiro da Petrobrás entre fevereiro de 2003 e julho de 2005) foram absolvidos da infração ao art. 153, LSA.

Por maioria dos votos, absolveu-se Arnaldo José Vollet (diretor da BB DTVM) e a própria BB DTVM da acusação de descumprimento do dever de diligência.

3.1.5 Análise Crítica

O interessante deste caso, e principal motivo pelo qual foi aqui abordado, é a clara aproximação que é feita entre o regime dos fundos e o das companhias. Principalmente no que diz respeito a proteger os direitos de todos os *stakeholders*, a relatora é explícita em comparar os fundos às sociedades anônimas, o que se entende como positivo.

Por mais que se tratem de estruturas de investimento diferentes entre si – como já se teve oportunidade de analisar neste trabalho – prestam-se a fins parecidos, e lidam com interesses parecidos, já que ambos possuem, além de investidores, credores, empregados, e uma série de outros interessados. Aproximar as duas normativas é interessante pois, além de trazer maior segurança jurídica, uma vez que se passa a ter um regime “único”, também cria oportunidade de aperfeiçoar as práticas de governança dos fundos tomando como base as companhias, como foi feito.

A decisão também foi acertada neste aspecto pois permitir uma ingerência total e indiscriminada do cotista, mesmo sendo o único do fundo, realmente teria potencial de trazer grande insegurança jurídica na ocasião de prejuízos. Isto porque, como bem disse a relatora, não se teria claramente como apontar de quem é a responsabilidade, se do gestor ou do investidor, porque as estruturas traçadas pela lei não foram respeitadas.

Considera-se, contudo, que o acórdão errou ao furtar-se de qualquer condenação. Entendem-se as razões dadas, de que seria a primeira vez que a CVM se debruçou sobre um caso assim, e que não seria adequado que o fizesse logo através de um processo; mas parece que a autarquia perdeu uma oportunidade de criar um precedente condenatório neste sentido, por mais que as próprias razões dadas já constituam por si só bons precedentes.

Por fim, sobre não ter abordado o Decreto-Lei nº 1.290/73, parece uma decisão acertada, pois a CVM estaria claramente extrapolando sua competência normativa e judicante.

3.2 Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2019/1400 (Processo Eletrônico SEI 19957.011774/2017-41)

3.2.1 Descrição dos Fatos

O processo foi instaurado para apurar suposta violação pela GWI Asset, administradora do fundo GWI FIA (“GWI”), dos limites de concentração por emissor, tratados na IN/CVM 409 e no regulamento do próprio fundo. Tais violações teriam ocorrido, segundo os gestores, de forma involuntária, e que eles haviam empenhado esforços para reverter a situação.

3.2.2 Argumentos Utilizados

O primeiro argumento trazido pelos acusados é de que a violação aos limites de concentração se deu de forma acidental, já que decorreu da dificuldade em se desfazerem de certos ativos ilíquidos que integravam a carteira do fundo. Atribuir tal responsabilidade à gestora significaria adoção de responsabilidade objetiva, já que, segundo ela, empregou esforços no sentido de reverter o cenário de concentração.

A concentração foi, na sua versão, consequência de pedidos de resgate feitos entre janeiro de 2012 e março de 2013, de modo que teriam sido causados por fatores externos, não imputáveis à gestora.

Em seguida, alegou que a acusação, em seu cerne, imputa-lhe violação ao art. 65, XIII, IN/CVM 409, o qual estatui ser dever dos administradores observar as disposições constantes no regulamento e no prospecto. Ou seja, a partir de uma interpretação estritamente literal, tal dever caberia, na ótica da gestora, apenas ao administrador, não a si, que foi quem efetivamente violou os limites de concentração.

Por fim, alegou também que os riscos de concentração e liquidez dos ativos integrantes da carteira, bem como sua oscilação de mercado, seriam inerentes ao investimento, e que tais riscos estavam discriminados em todos os documentos do fundo.

3.2.3 Fundamentos do Voto do Relator

Concentrando-se primeiro sobre a suposta inaplicabilidade do art. 65, IN/CVM 409, aos gestores, o relator já afastou esta argumentação baseando-se no fato de que é questão pacífica dentro da CVM de que tais disposições também se aplicam ao gestor. Isto porque, por ser ele o responsável por conduzir a política de investimentos do fundo, necessariamente é sua responsabilidade assegurar, *a priori*, que tais investimentos estejam de acordo com o regulamento; além disso, o art. 88, IN/CVM 409, é claro ao atribuir ao gestor a responsabilidade pela inobservância dos limites de concentração por emissor. Do ponto de vista do relator:

Assim, a despeito de o caput do art. 65 da Instrução CVM nº 409/2004 fazer referência apenas ao “administrador”, do ponto de vista lógico, não faria sentido exigir apenas desse prestador de serviços a observância dos limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro, quando, na verdade, o gestor é o responsável primário pela composição da carteira do fundo. Logo, as condutas prescritas nesse dispositivo também devem ser aplicadas à Gestora (CVM, 2019).

Sobre o desenquadramento propriamente dito, o relator concluiu que a gestora não tomou as medidas de cautela adequadas para que a concentração de investimentos por emissor se mantivesse dentro dos limites traçados pelo regulamento e pela IN/CVM 409. E isto também não seria escusável pelo fato de os documentos do fundo alertarem os cotistas sobre os riscos de concentração, já que tais alertas não podem servir de “salvo-conduto”, nas palavras do relator, para que o gestor se furte de observar os limites de concentração.

Se o fundo estabeleceu os limites de concentração, o GWI criou para si próprio limites de atuação que devem ser observados por todos os seus prestadores de serviço. Era plenamente possível – como ocorre na maioria dos fundos – que a carteira tivesse ativos diversificados, preservando-se os limites de concentração, e ainda assim cumprisse com os objetivos de investimento do fundo.

Em relação ao fato de os limites terem sido extrapolados por conduta externa à gestora, o relator esclarece que não basta que “tenha sido gerado por resgates de cotistas para que ele seja caracterizado como passivo e, portanto, em alguma medida, escusável” (CVM, 2019). Muito relevante se faz a citação do voto do Presidente da CVM, Marcelo Trindade, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador nº RJ2005/9245, o qual o relator traz:

A norma não define "desenquadramento passivo", mas deixa claros os requisitos para que ele possa afastar a ilicitude do descumprimento de limites de concentração. Em primeiro lugar, o desenquadramento deve decorrer de eventos "exógenos" — isto é, externos —, e "alheios à vontade" de administrador e gestor. Mas isto não basta: é ainda preciso, para afastar a ilicitude, que tais eventos externos e involuntários causem "alterações no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais". Exige-se, por fim, que tais alterações sejam "imprevisíveis e significativas". [...] Entretanto, não me parece adequado qualificar tal evento como "exógeno", ou "externo", na medida em que ele decorre diretamente da grandeza da participação de um cotista no patrimônio do fundo de investimento. A meu ver, o administrador e o gestor prudentes devem precaver-se quanto à possibilidade de um cotista relevante resgatar suas cotas e, com isso, levar à venda de ativos do fundo" (CVM, 2019).

Assim sendo, os argumentos de defesa não merecem prosperar já que o resgate das cotas é um acontecimento totalmente previsível, ainda que exógeno. Como consequência, era esperado que a gestora, tendo conhecimento dos riscos de resgate de grandes quantidades de capital de uma só vez, privilegiasse ativos que se enquadrassem à política de investimento e permitissem um melhor gerenciamento de risco. O que se verificou no caso é que a gestora fez justamente o contrário, tendo investido em poucos ativos, que eram além de serem voláteis eram de baixa liquidez. Uma citação muito esclarecedora da situação do fundo é a seguinte:

[...] Boa parte dos ativos da carteira do Fundo eram de difícil alienação – ao menos com maior agilidade – e, por outro lado, ficava à mercê da cotação das ações da Profarma, sendo que, em momentos de alta de seu valor, um percentual maior do patrimônio líquido do Fundo era representado por papéis de emissão da Profarma (gerando o desenquadramento relacionado concentração em um único emissor), e, em momentos de baixa, havia o aumento da concentração dos demais ativos que compunham a carteira do GWI FIA (gerando os desenquadramentos relativos às cotas de FII) (CVM, 2019).

Assim sendo, o elemento subjetivo da conduta da gestora restou demonstrado, na medida em que ela faltou com o cuidado no momento de estruturar os investimentos do fundo, expondo sua carteira a considerável grau de concentração, e em ativos de baixa liquidez. E como se isso não bastasse, em momento em que o fundo já havia se desenquadrado dos referidos limites, a gestora adquiriu ativos que acentuaram tal cenário, evidenciando a irresponsabilidade do seu proceder.

O grande período de tempo em que o fundo se manteve desenquadrado dos limites também revela o grau de responsabilidade da gestora. Também não se entendeu aplicável o disposto no art. 102, § 2º, IN/CVM 555, o qual flexibiliza a obrigação de enquadramento aos limites de concentração, pois tanto o fundo não é fechado, quanto não foi realizada assembleia de cotistas, como exige o dispositivo.

Assim sendo, considerou-se a gestora responsável por ter investido:

(i) mais de 70% do patrimônio líquido do Fundo alocado em ações ordinárias de um mesmo emissor (infração ao art. 9º, §1º, do regulamento);

(ii) mais de 10% do patrimônio líquido do Fundo alocado em cotas GWIC11 e GWIR11 (infração ao art. 9º, §§1º e 6º do regulamento e ao art. 86, inciso III, da Instrução CVM nº 409/2004);

(iii) mais de 20% do patrimônio líquido do Fundo alocado em cotas de FII (infração ao art. 9º, §2º, do regulamento e ao 87, inciso I, alínea c, da Instrução CVM nº 409/2004); e

(iv) menos de 67% do patrimônio líquido do Fundo aplicado em ações, bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão, cotas de fundos de ações, cotas de fundos de índice de ações e Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III (infração ao art. 8º do regulamento e ao art. 95-B, §1º, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004) (CVM, 2019).

Por fim, a acusação considerou que a gestora violou o dever de lealdade contido no art. 65-A, I, IN/CVM 409, já que tal dever consubstancia uma norma que vai além da esfera meramente procedimental, onde imperam meios de fiscalização e controle dos prestadores de serviço do fundo; na esfera da lealdade, deve-se avaliar o proceder de tais agentes não apenas de forma procedimental, mas também substancial, de modo que uma violação ao dever de lealdade pressupõe condutas tomadas conscientemente em detrimento dos interessados no fundo. Isto, segundo o relator, não se verificou, já que a conduta da gestora foi precipuamente culposa, não dolosa.

Concluiu-se, contudo, pela culpabilidade do diretor responsável pela administração das carteiras da GWI Asset, Mu Hak You, já que este sabia do cenário de concentração de investimentos do fundo GWI FIA, e, no entanto, não fez nada.

3.2.4 Voto do Relator

Condenar a GWI Asset Management S.A. a multa de R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais) por violação aos artigos 65, inciso XIII, 86, inciso III, 87, inciso I, alínea c, e 95-B, § 1º, inciso I, todos da IN/CVM 409.

Condenar Mu Hak You a multa de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) por violação dos artigos 65, inciso XIII, 86, inciso III, 87, inciso I, alínea c, e 95-B, § 1º, inciso I, todos da IN/CVM 409.

Absolver GWI Asset Management S.A. e Mu Hak You da infração ao artigo 65-A, I, IN/CVM 409.

3.2.5 Análise Crítica

Considera-se corretíssimo o voto do relator, pois, como ficou demonstrado, a gestora do fundo de fato atuou de modo temerário, ao expor sua carteira a significativo grau de concentração, volatilidade e iliquidez. Culpar o pedido de resgate das cotas não tem fundamento, já que, como bem dito pelo relator, não é um fato imprevisível, e caberia à gestora tê-lo antecipado. Além disso, o que se verificou na prática é que ela ainda agravou a situação em questão.

Percebe-se que este voto é importante justamente por não ter considerado o pedido de resgate como uma causa que excluiria a responsabilidade da gestora pelo cumprimento dos limites de concentração. Assim, na visão da CVM sobre o tema, o gestor possui o dever de, a todo momento, realizar testes de stress da carteira, simulando cenários de retirada de cotistas e a conseqüente necessidade imediata de liquidação das cotas.

O que faz total sentido; não porque se queira atribuir ao gestor a capacidade de prever o que os cotistas podem vir a fazer, mas somente simular cenários prováveis que, em ocorrendo, podem levar o fundo a situação de desenquadramento e falta de liquidez – o que, como visto no estudo da IN/CVM 555, são temas caros à normativa.

Assim sendo, a carteira de investimentos já deve ser pensada *a priori* para ser capaz de absorver tais impactos decorrentes de pedidos de resgate sem se desenquadrar dos limites traçados pela normativa e pelo próprio regulamento, o que é extremamente relevante do ponto de vista da proteção aos cotistas.

Sobre a absolvição dos envolvidos da acusação de violação ao dever de lealdade, também se entende que foi correta. De fato, a acusação não foi capaz de demonstrar que tenham procedido da forma como procederam de maneira dolosa, em detrimento dos cotistas. O ocorrido foi inteiramente decorrente de culpa, a qual foi identificada e punida.

3.3 Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12838 (19957.000591/2015-39)

3.3.1 Descrição dos Fatos

Trata-se de processo instaurado em face de Eike Batista, além de outros, por infração aos artigos 142, III e 153 da LSA, quando do seu mandato como presidente do conselho de administração da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. (“OGX”). A análise aqui feita limitar-se-á às imputações feitas a Eike Batista apenas, já que, sendo ele o presidente do conselho de administração (além de acionista majoritário) é mais pertinente ao objeto do presente trabalho.

A questão tem como pano de fundo a arrematação, pela OGX, do bloco de exploração BM-C-41, na Bacia de Campos/RJ, na nona rodada de licitações realizada pela Agência Nacional de Petróleo (“ANP”), em 2007. Na sua parcela sul, estavam as reservas de petróleo Pipeline, Fuji e Illimani, que posteriormente dariam origem aos campos de extração Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia (“Campos”).

O IPO da companhia foi realizado em 2008, tendo arrecadado R\$ 6,7 bilhões em investimentos. O prospecto da oferta indicava o seguinte: “[...] Tendo por base as informações originadas do Estudo de Viabilidade elaborado pela DeGolyer & MacNaughton, a estimativa média é de que os nossos Recursos Potenciais Riscados Líquidos nos blocos da Bacia de Campos somem **2,562 bilhões de Barris de Óleo** [grifado] [...]” (CVM, 2014).

Depois de vários *releases*, em 2013 a companhia lançou fato relevante ao mercado no qual concluiu que não existia no momento tecnologia capaz de tornar os campos de Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia economicamente viáveis. Advertiu também que as projeções anteriores não deveriam ser consideradas válidas, o que culminou no seu pedido de recuperação judicial, em outubro daquele mesmo ano.

Já em julho de 2012, a OGX contratou a Schlumberger Serviços de Petróleo LTDA. com o objetivo de avaliar as reservas de Pipeline, Fuji e Illimani, além de Osorno, cujo documento final constatou o seguinte:

i) volume *in situ* de **676 milhões de barris de óleo equivalentes** [grifado] (boe) e de volume recuperável entre **49,5 milhões** [grifado] de boe (cenário base) e **77,7 milhões** [grifado] de boe (cenário otimista) para as acumulações 11; e

ii) para qualquer dos cenários traçados (base ou otimista), valor presente líquido (“VPL”)² negativo (CVM, 2014; VALOR..., 2022).

A Superintendência de Relações com Empresas (“SEP”), acusação, sustentou que tal estudo já deveria ter sido lançado ao mercado no terceiro trimestre de 2012, pelo menos expondo-se as incertezas econômicas do empreendimento.

Em junho de 2013, foi apresentado ao conselho de administração da companhia um novo estudo, que concluiu:

- (a) as primeiras análises da área de reservatórios, ainda em 2011, já sinalizavam volumes e compartimentação muito diferentes da interpretação inicial (fls. 300);
- (b) a Schlumberger teria confirmado o modelo da área de reservatórios indicando “uma redução significativa do fator de recuperação, inicialmente estimado em torno de 20%, para algo inferior a 10%”;
- (c) o estudo da Schlumberger teria estimado um volume recuperável de cerca de **80 milhões de barris** [grifado] no caso mais otimista, com um fator de recuperação de 12%, e de **50 milhões** [grifado] no caso mais provável, o que representa uma recuperação de 7,3%; e
- (d) o VPL do projeto seria de mais de um bilhão de dólares negativo (CVM, 2014).

A SEP concluiu que os administradores da OGX já possuíam material fático para se reconhecer a perda do valor recuperável dos ativos, o que deveria ter sido informado ao mercado, nem que através de notas explicativas sobre as incertezas do empreendimento.

Ressaltou ainda que, não obstante o art. 157, § 5º, LSA, e o art. 6º da Instrução Normativa CVM 358, os quais eximem que o administrador revele informação relevante caso entenda que tal colocaria em risco legítimo interesse da companhia, em termos de informações financeiras, as normas contábeis exigem que qualquer informação seja revelada.

Por isso, no entender da SEP, não caberia sigilo sobre as informações financeiras do empreendimento até que se tivesse cem por cento de certeza, já que, neste caso, estar-se-iam admitindo informações “sabidamente incompletas” e “com potencial de induzir o investidor a erro”.

² Valor presente líquido: “Indicador para análise econômica de um projeto que corresponde à soma de todas as receitas (VALOR..., 2022).

Especificamente sobre Eike Batista, a SEP entendeu que, enquanto presidente do conselho de administração, acionista controlador e, até julho de 2012, diretor presidente da OGX, não seria razoável supor que não tivesse acesso às informações sobre a real situação dos campos, e sua inviabilidade econômica. Assim sendo, o órgão pediu sua acusação,

[...] Na qualidade de presidente do conselho de administração da OGX, por infração aos arts. 142, inciso III, e 153 da Lei nº 6.404/76, ao, tendo conhecimento, ao menos a partir de 15.04.2013, das incertezas relacionadas à viabilidade econômica da exploração dos Campos, deixar de adotar as providências compatíveis com a relevância e natureza da matéria, de modo a assegurar que as demonstrações financeiras intermediárias que serviram de base para o preenchimento do Formulário 1º ITR/2013 (divulgado em 09.05.2013) evidenciassem tais informações relevantes para a compreensão da situação financeira e patrimonial da Companhia, fato que caracterizou a inobservância ao disposto no item 4.43 do Pronunciamento Técnico CPC 00(R1) e nos itens 125, 129 e 131 do Pronunciamento Técnico CPC 26(R1), aprovados, respectivamente, por meio das Deliberações CVM 675/11 e 676/11 (CVM, 2014).

3.3.2 Argumentos Utilizados

A SEP questionou aos acusados sobre o porquê da demora de lançamento de tais informações ao mercado, o que só veio a ocorrer no segundo trimestre de 2013, três trimestres após a companhia tomar conhecimento dos prospectos negativos do projeto.

A OGX alegou então que a Schlumberger não tinha como função analisar o volume de petróleo dos campos, mas sim propor soluções para maximizar a extração do óleo destes locais; seus técnicos teriam apenas dado suporte às avaliações da própria OGX sobre tais reservatórios. Assim sendo, o grupo de trabalho criado em 2012 não teria chegado a conclusões sobre o volume real, tendo desde o princípio adotado como base o modelo da área de reservatórios, o qual, no pior cenário, indicava um volume de petróleo *in situ* de 676 milhões de barris.

Alegaram também que o período de estudos transcorridos entre julho de 2012 e junho de 2013 não foi suficiente para produzir um conjunto de dados aptos a alterar o valor recuperável dos ativos nas demonstrações financeiras. Neste sentido, havia legítimo interesse da OGX a ser resguardado enquanto os estudos eram aperfeiçoados, não havendo qualquer obrigação de informar os estudos preliminares de 2012.

Ressaltaram também que estes resultados de 2012 não passaram de um “teste de robustez dos ativos”, visto que utilizou um projeto de engenharia considerando projeções negativas, e, assim sendo, não deveriam sequer ser tratados como conclusões preliminares. Além disso,

segundo eles, até junho de 2013 inexistia profissional na OGX capaz de avaliar o real cenário dos campos.

De um modo geral, os elementos de defesa se focaram em dois argumentos: primeiro, de que não haveria grau de certeza suficiente nos estudos preliminares de 2012 para se concluir pela inviabilidade econômica do projeto; e segundo, em decorrência do anterior, a revelação a mercado destes estudos colocaria em risco legítimo interesse da OGX, mesmo antes de se ter uma conclusão definitiva acerca da viabilidade do projeto.

Eike Batista, em específico, defendeu-se dizendo que lançar informações negativas sobre os campos, baseando-se nos estudos “pessimistas” do grupo de trabalho, para depois, eventualmente, constatar-se a viabilidade comercial “desestabilizaria o mercado”; além disso, todos os *releases* da companhia eram acompanhados de longos textos detalhando os riscos do empreendimento.

Sua defesa julgou que a acusação era inepta, já que não foram incluídos no polo passivo os outros membros do conselho de administração, o que violaria o princípio da indivisibilidade acusatória. Nesta mesma linha, defenderam que não há dispositivo legal que permita que o membro individual do conselho de administração responsa pelas atribuições do colegiado.

No mérito, a defesa de Eike Batista alegou que ele não possuía capacitação técnica suficiente para acompanhar os estudos. No mais, foi alegado que ele não teve acesso às informações de ditos estudos, conforme foi acusado pela SEP; e, após a revelação do fato relevante em 2013, adotou todas as medidas para atualizar as projeções da companhia.

Foi alegado também que ele estaria sendo vítima de *bis in idem*, já que havia multiplicidade de processos administrativos apurando o mesmo fato.

No mais, sobre o ponto fulcral do presente trabalho, a defesa de Eike Batista alegou que não foi possível verificar qualquer violação ao art. 153, LSA – dever de diligência – pois todos os requisitos para se considerar diligente o comportamento do acusado teriam sido verificados, a saber: qualificar-se para o cargo; bem administrar; informar-se; investigar; e vigiar.

Além disso, ressaltaram que Eike Batista foi quem mais investiu no empreendimento e, consequentemente, quem mais perdeu com a sua derrocada, o que evidencia também que ele não possuía conhecimento sobre a inviabilidade econômica do projeto.

3.3.3 Fundamentos do Voto do Relator

O relator inicia seu voto enfrentando o argumento da defesa de Eike Batista de que este estaria sendo vítima de *bis in idem*, por estar respondendo por fatos semelhantes em dois outros processos, o PAS CVM nº RJ2014/12838 e RJ2015/1421. O relator conclui não ser este o caso, pois não há identidade de fatos nem de fundamentação entre os três processos, por mais que haja identidade de sujeitos e se refiram ao mesmo período.

Sobre o mérito, o relator aponta, com base nas provas trazidas pela SEP, que havia grande dissenso interno dentro da companhia sobre a viabilidade econômica do projeto, o que entra em choque com as previsões informadas aos investidores, sempre extremamente otimistas. Já em 2011 a Área de Reservatórios da OGX apontava para volumes de petróleo inferiores ao esperado, além de altas concentrações de sulfeto de hidrogênio, gás tóxico, o que tornaria a exploração dos campos mais custosa, por conta dos cuidados maiores que deveriam ser tomados.

Sobre a alegação de que à Schlumberger não caberia a tarefa de estimar a quantidade de barris, ou a viabilidade técnica da empreitada, o relator decidiu não caber razão aos acusados, uma vez que no documento que contém as conclusões daquele grupo de trabalho de 2012, consta o seguinte: “elaboração do conceito de produção, estimativa de prazos, ajuste na previsão de produção, estimativas de custo e prazo e análise econômica” (CVM, 2014). Tal fato, para o relator, derruba a alegação dos acusados.

O que se verificou, na verdade, é que a companhia contratou uma especialista em carbonetos para averiguar se as primeiras previsões da Área de Reservas eram pessimistas ou realistas, confirmando-se a segunda conclusão. Ou seja, em 2012 já era possível afirmar que a companhia tinha ciência de que as previsões iniciais informadas ao mercado não eram precisas. Após novos estudos, era claro, pelo menos em março de 2013, que não havia viabilidade econômica no empreendimento, mas a companhia somente revelou este fato ao mercado em julho daquele ano. A companhia, assim, falhou no seu dever de informar.

Relevante se faz aqui uma referência que o relator faz à doutrina:

Sobre a necessidade de ampla divulgação de informações, Eizirik comenta que para os acionistas de companhias abertas, “a transparência das informações financeiras reduz o risco de atuação incompetente ou desonesta dos administradores, assim como de utilização de informações privilegiadas”. Afirma que, para os credores, o *disclosure* também seria essencial, pois lhes “possibilita melhor avaliar o risco de negociar com uma entidade cuja única garantia é o seu próprio patrimônio”, sendo relevante também para o mercado, pois permitiria uma melhor precificação dos títulos emitidos ((CVM, 2014).

Este ponto o leva a enfrentar os argumentos de Eike Batista, de que lançar informações preliminares pessimistas para posteriormente concluir-se pela viabilidade do empreendimento desestabilizaria o mercado. O relator argumenta que, independentemente da opinião da companhia sobre a viabilidade, era seu dever, pelo princípio do *full disclosure*, informar aos investidores as novas perspectivas da operação. Em segundo lugar, as conclusões do grupo de trabalho de 2012 confirmaram as previsões da Área de Reservatórios, de 2011, o que de forma nenhuma poderia ser visto como uma “perspectiva pessimista”, mas realista. E complementa:

Na verdade, a administração, ao criar uma situação de extrema assimetria informacional, em que investidores tomaram decisões de comprar ou vender as ações de emissão da OGX com base em dados incorretos e inverídicos, é que levou a uma desestabilização do mercado e trouxe um clima de desconfiança com relação ao sistema como um todo. Além do mais, a desvalorização de que trata este voto é relacionada aos ativos de maior valor da Companhia, tanto é assim que a descoberta da inviabilidade dos Campos levou a OGX a apresentar pedido de recuperação judicial, além de ter tido grande contribuição no declínio do chamado “Grupo X” (CVM, 2014)).

Sobre o argumento de que esta divulgação colocaria em risco “legítimo interesse da companhia”, o que, pelo art. 157, § 5º, LSA, desobriga os administradores a revelar tais informações, o relator também discorda. Argumenta para isto que os dados sobre a inviabilidade econômica do empreendimento não tinham qualquer cunho concorrencial, de tal sorte que não seriam aptas a atrapalhar a companhia no desenvolvimento de algum produto ou conclusão de algum negócio. Tratava-se, isso sim, de informação vital para a continuidade da companhia, e, conseqüentemente, de interesse para os acionistas.

Na opinião do relator, verificou-se comportamento contraditório por parte dos administradores da companhia, já que, num primeiro momento, acharam por bem divulgar informações que demonstravam a viabilidade econômica e prosperidade do empreendimento; após, quando estudos demonstraram não ser este o caso, entenderam não ser devida a divulgação de tais dados pois colocariam em risco seus interesses.

Agora, especificamente sobre Eike Batista, o relator, a princípio, concorda com os argumentos de sua defesa, de que não estaria dentro de suas atribuições o acompanhamento do dia a dia da gestão, mesmo que fosse o acionista majoritário, presidente do conselho de administração e diretor-presidente da companhia à época dos fatos. Apesar disso, dado o conjunto probatório, o relator conclui que Eike Batista não estava completamente alheio ao que vinha ocorrendo, já que:

O assunto em questão versava não somente sobre a direção e condução geral dos negócios sociais da Companhia; mais do que isso, era questão vital para a continuidade da OGX, com potencial de definir o sucesso ou o fracasso da sociedade, como de fato aconteceu, tanto é que aproximadamente três meses após a divulgação do fato relevante informando sobre a inviabilidade dos Campos, a OGX publicou novo comunicado informando que havia ajuizado pedido de recuperação judicial (CVM, 2014).

Assim sendo, concluiu que Eike Batista possuía conhecimento acerca da inviabilidade econômica da exploração dos campos no primeiro trimestre de 2013. Em seguida, ao enfrentar os argumentos de sua defesa de que, por ser o conselho de administração órgão colegiado (art. 138, § 1º, LSA) não caberia responsabilização individual a seus membros, o relator esclarece que, não obstante tal característica, os membros do conselho possuem, individualmente, poderes-deveres para fiscalizar os diretores, como manda o art. 142, III e IV, LSA.

Em outro precedente, a CVM já reconheceu que, mesmo que cada membro individual do conselho não possua poderes para representar a vontade deste como um todo, a responsabilidade dos seus membros pode ser plenamente individualizada. Assim sendo, era esperado de Eike Batista que, ao tomar conhecimento da real situação dos campos de petróleo, tivesse atuado diligentemente, ao menos para verificar com a diretoria quais as providências a serem tomadas – dentre as quais estava a correta divulgação da nova situação da companhia.

Desta forma, o relator conclui que Eike Batista violou o dever de conduta previsto no art. 153, LSA, ao, mesmo tendo conhecimento da situação da companhia, ter deixado de tomar as providências necessárias para que tal fosse tornado de conhecimento pleno pelos acionistas.

3.3.4 Acórdão

Por maioria dos votos, condenar Eike Batista a multa de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais) por, na qualidade de presidente do conselho de administração da OGX, ter deixado de tomar as diligências para que as demonstrações financeiras intermediárias

revelassem a real situação dos Campos Tubarão Tigre, Tubarão Gato e Tubarão Areia, o que configurou violação aos artigos 142, III, e 153, ambos da LSA.

3.4.5 Análise Crítica

Julgou-se tal caso relevante para este trabalho pois, além de lidar com uma empresa de grande porte no cenário nacional, como a OGX, e seu respectivo acionista majoritário, Eike Batista, confirma o precedente da CVM de que os membros do conselho de administração podem responder individualmente, aspecto mais importante do acórdão. O relator acertou totalmente, na opinião do autor desta tese, ao considerar que as atribuições trazidas pelo art. 142, LSA, são exigíveis de cada membro, de maneira individual, ainda mais tratando-se do presidente do respectivo órgão.

Sobre a não aplicabilidade da exceção do art. 157, § 5º, LSA (não necessidade de divulgação de informações sensíveis), considera-se o acórdão igualmente correto. Por mais que de fato haja a previsão legal, no caso em questão o que se percebe é que o interesse dos investidores se sobrepunha ao da companhia. Era mais importante para os primeiros terem conhecimento das reais condições do empreendimento no qual estavam investindo seu dinheiro do que era para a segunda ter o direito de ocultar uma informação negativa, sob o argumento de ainda não ser totalmente certa.

Como se pôde perceber a partir da análise dos argumentos trazidos pela acusação, no início de 2013 já era plenamente possível que a companhia tivesse um juízo de impossibilidade (ou, pelo menos, improbabilidade extrema) na consecução do seu projeto de extração de petróleo dos campos. E, assim sendo, tal deveria ter sido compartilhado com os sócios.

E ainda que os executivos da OGX continuassem acreditando na viabilidade do projeto, como bem disse o relator, era seu dever informar o mercado. Caso contrário, estar-se-ia colocando o direito de os sócios se informarem das condições dos negócios em que investem à mercê das crenças dos administradores.

Caso a CVM tivesse acolhido o argumento dos acusados neste ponto, considera-se que teria sido aberto um precedente perigoso no que toca ao dever de informar, como visto, um dos

mais importantes e caros na LSA. Ao ter julgado da forma como julgou, a autarquia confirmou a exigibilidade de tal dever, ainda que em situações dúbias ou desfavoráveis.

Por último, sobre as condenações de Eike Batista, o acórdão mostrou-se bem fundamentado. De fato, diante das provas trazidas pela argumentação, era extremamente improvável, senão impossível, que ele desconhecesse a real situação dos campos de petróleo. Ao ter se omitido neste mister, violou claramente o mandamento do art. 153, LSA, pois faltou-lhe diligência. Em outras palavras, era esperada conduta diversa do presidente do conselho de administração (além de diretor-presidente e acionista majoritário) quando da sua tomada de conhecimento da situação de fracasso iminente do projeto da companhia.

Novamente, eximi-lo de responsabilidade neste caso abriria precedente desconfortável para os acionistas e investidores do mercado de capital. A CVM, assim, conseguiu proteger a segurança jurídica destes.

Não obstante, tem-se como errado um ponto específico trazido pelo relator no seu voto, e é aquele no qual concorda com a defesa de Eike Batista de que não estava dentro de suas atribuições o “acompanhamento do dia-a-dia da gestão”. Ora, se não se pode esperar o acompanhamento minucioso do cotidiano da companhia de alguém que é seu diretor-presidente, presidente do conselho de administração, e acionista majoritário, de quem mais se esperaria isso?

Por óbvio não é exigível dele que saiba de literalmente tudo o que acontece com a companhia, até porque isto seria impossível numa sociedade de tal porte. Contudo, quando se trata de uma questão de tão larga alçada como a trazida no julgado, é razoável supor que ele deva conhecê-la. E ainda que genuinamente desconhecesse o ocorrido, isto não deveria eximi-lo de responsabilidade, pois ignorar um fato de tal monta parece, igualmente, chocar-se com o dever de diligência trazido no art. 153, LSA. Mas isto já extrapola o caso em mãos.

Concluindo, o acórdão foi extremamente bem fundamentado e igualmente justa a decisão. Somente em relação a este pequeno ponto têm-se ressalvas.

3.4 Conclusão

Tratam-se de três casos interessantes e úteis para se averiguar como, na prática, são aplicados os deveres de responsabilidade de gestores de fundos e administradores de companhias. E, em todos os casos, a CVM não se furtou à uma análise rigorosa da conduta dos envolvidos.

O segundo caso, em especial (extrapolação dos limites de concentração por pedido de resgate de cotas), é bem emblemático. É interessante como, para CVM, o gestor do fundo já deveria ter se antecipado à possibilidade de grandes pedidos de resgate que pudessem levar ao desenquadramento dos limites de concentração por emissor. Trata-se de um grande grau de responsabilidade colocado sobre os gestores, porém totalmente necessário.

É fato que os cotistas do fundo nada têm a ver com os pedidos de resgate uns dos outros, de modo que seu interesse de ver o regulamento e as instruções normativas respeitados no que se refere aos limites de concentração por emissor em nada se altera quando da realização de tais pedidos, por mais que sejam de grande monta. Tendo isso em mente, supor que o gestor já teria montado a carteira do fundo pensando neste risco é totalmente plausível.

De certa forma semelhante a este caso é o terceiro (Eike Batista), já que, da mesma forma, não era razoável supor que o presidente do conselho de administração da OGX ignorasse tantas das informações e dados vitais para o seu funcionamento. E, igualmente, foi correta a decisão que o condenou.

Por fim, o primeiro caso (ingerência da Petrobrás nos fundos por ela investidos) é singular se comparado aos outros dois. Foi considerado relevante de análise justamente porque, a um mesmo tempo, abordava a responsabilidade do gestor dos fundos e do administrador da companhia, e chegou a conclusões precisas e fundamentadas. Como foi apontado, a aproximação entre as duas figuras de investimento (fundos e companhias) realizada no voto da relatora é importante, pois gera maior segurança jurídica.

Além disso, é sabido que termos como “governança corporativa” e “*compliance*” são mais bem desenvolvidos no ambiente das sociedades, onde tiveram sua origem no mercado de

investimento. Parece natural que se exportem tais institutos também aos fundos, como vem feito e regulamentação.

No que toca ao mérito do processo, de fato, tolerar que o cotista, mesmo que exclusivo, possa determinar a política de investimento do fundo de forma indiscriminada não parece muito seguro. As razões dadas pela relatora, de que isto poderia fragilizar os interesses de todos os *stakeholders*, foi impecável. Discorda-se, contudo, e como ficou exposto, da opção por não condenar nenhum dos envolvidos.

CONCLUSÃO

Diante da breve análise traçada neste trabalho de conclusão de curso, acerca dos deveres e responsabilidades de gestores de fundos e administradores de companhias, pode-se dizer que a normativa dos primeiros é mais completa e rigorosa do que a dos segundos.

Como se percebeu a partir da leitura crítica das várias Instruções Normativa da CVM que regulam o setor dos fundos, as regras que dizem respeito aos deveres de seus gestores (e também administradores) são mais completas e específicas do que as equivalentes para as companhias, as quais, muitas vezes, contam com previsões gerais.

Não só os dispositivos que tratam de gestores possuem mais regras, abordando assim mais matérias, são também mais específicos. Isto não significa, contudo, que a normativa não peque em vários momentos. Como foi trazido em algumas passagens, principalmente no que trata dos deveres de gestores e administradores de fundos pela manutenção da liquidez dos seus investimentos, a regulamentação é pouco clara em prescrever o que cabe a cada um fazer. Isto, como não poderia ser diferente, tem grande potencial de gerar insegurança jurídica e conseqüentemente para o investidor.

Em alguns pontos, porém, e como ficou estabelecido na conclusão ao Capítulo 3, a normativa das companhias supera a dos fundos, principalmente no que toca ao *insider trading* e ao direito conferido aos sócios titulares de, no mínimo, 5% do capital social de moverem ação de responsabilidade contra o administrador da sociedade, caso esta não o faça. São realmente duas preocupações de grande importância, que não encontram eco nas Instruções Normativas dos fundos.

Ainda sobre o Capítulo 3, concluiu-se a linha de raciocínio ali traçada com a constatação de que, somente pela lei, não era possível afirmar quem dos dois, cotistas de fundos ou acionistas de companhias abertas, possuíam situação jurídica mais interessante, justamente pelo fato de que em alguns pontos a normativa dos fundos era superior, e em outros a das companhias, ainda que se observasse certa preponderância da primeira.

Pois bem, depois da análise de casos aqui feita, ainda que extremamente breve, pôde-se concluir que os gestores são fiscalizados e punidos com o mesmo rigor que os administradores

das companhias abertas - principalmente levando-se em conta o dever de diligência e de se antecipar aos riscos do negócio.

Assim sendo, conclui-se que são os cotistas de fundos que possuem situação jurídica mais favorável, pelo menos no que diz respeito aos deveres do profissional que gere o seu capital investido.

REFERÊNCIAS

ANHESINI, Victória. **CVM propõe mudança de regras para proibir insider trading em fundos imobiliários**. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/cvm-mudanca-regras-insider-trading-fii/>. Acesso em: 01 jun. 2022.

B3 atinge 5 milhões de contas de investidores em renda variável em janeiro. **B3**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm. Acesso em: 18 jun. 2022.

CAGNANI, Natalia. **Certificação CGA: uma das mais requisitadas na atualidade**. Disponível em: [https://proeducacional.com/certificacao-cga-uma-das-mais-requisitadas/#:~:text=N%C3%BAmeros,certificados%20\(fevereiro%20de%202022](https://proeducacional.com/certificacao-cga-uma-das-mais-requisitadas/#:~:text=N%C3%BAmeros,certificados%20(fevereiro%20de%202022). Acesso em: 25 maio 2022.

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

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. Direito de Empresa. Volume 2. 22. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ferramentas para gestão de risco de liquidez em fundos de investimento**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Ferramentas_de_gestao_de_liquidez_para_fundos_de_investimento.pdf. Acesso em: 14 jun. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. 15/08**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120228_PAS_1508.pdf. Acesso em: 01 jun. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2019/1400**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20191217_PAS_CVM_RJ_2019_1400_voto_presidente_marcelo_barbosa.pdf. Acesso em: 01 jun. 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ2014/12838**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2019/20190625_PAS_RJ2014-12838.html. Acesso em: 01 jun. 2022.

DAU, Carla Saback; RANGEL, Alexandre Costa. **Swing Pricing e Side Pocket: a importância de mecanismos regulatórios para evitar a transferência de riqueza entre cotistas de fundos de investimento no Brasil**. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**. Volume V. Edição Especial. Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

D'ÁVILLA, Mariana Zonta. **Bolsa conquista 1,5 milhão de novos investidores em 2020, um aumento 92% no ano.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/bolsa-conquista-15-milhao-de-novos-investidores-em-2020-um-aumento-de-92-no-ano/>. Acesso em: 15 jun. 2022.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada. Volume II - Arts. 121 a 188.** São Paulo: Quartier Latin, 2011.

FUNDOS de Investimento em Participações (FIP). **B3.** Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm. Acesso em: 09 jun. 2022.

GARCIA, Iago. Conheça a CGA, certificação que permite gerir fundos e carteiras de investimentos. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/conheca-a-cga-certificacao-que-permite-gerir-fundos-e-carteiras-de-investimento/>. Acesso em: 25 maio 2022.

GAGGINI, Fernando Schwarz. A trajetória dos fundos de investimento no Brasil e a respectiva evolução regulamentar. *In*: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais.** Volume V. Edição Especial. Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais.** Volume V. Edição Especial. Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

KASYHAP, Anil; KOHN, Donald; WESSEL, David. **What is swing pricing?** Disponível em: <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2021/08/03/what-is-swing-pricing/>. Acesso em: 13 jun. 2022.

LIMA, Monique. **Fundos imobiliários têm patrimônio recorde, mas valor em Bolsa é 22% menor.** Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/fundos-imobiliarios-fiis-patrimonio-recorde-abril/#:~:text=Negocia%C3%A7%C3%B5es%20de%20fundos%20imobili%C3%A1rios&text=Assim%20como%20o%20valor%20patrimonial,negocia%C3%A7%C3%B5es%20ao%20longo%20do%20ano>. Acesso em: 15 jun. 2022.

META deixa lista das 10 empresas mais valiosas do mundo. **Poder 360.** Disponível em: <https://www.poder360.com.br/economia/meta-deixa-lista-das-10-empresas-mais-valiosas-do-mundo/>. Acesso em: 09 jun. 2022.

OLIVA, Milena Donato Oliva; RENTEIRA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. *In*: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais.** Volume V. Edição Especial. Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

OPEN-ENDED Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration. **Iosco.** Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD591.pdf>. Acesso em: 25 maio 2022.

PARENTE, Norma Jonssen. **Aspectos Jurídicos do “insider trading”**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 01 jun. 2022.

PINTO, Leonardo. **O que faz um gestor de fundos?** Conheça mais sobre uma das profissões mais privilegiadas do mercado financeiro. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/o-que-faz-um-gestor-de-fundos-conheca-mais-sobre-uma-das-profissoes-mais-privilegiadas-do-mercado-financeiro/>. Acesso em: 25 maio 2022.

SIQUEIRA, Andressa. **Entenda mais sobre as taxas de administração e de performance dos fundos**. Disponível em: <https://blog.magnetis.com.br/taxas-de-administracao-e-de-performance/#:~:text=A%20taxa%20de%20administra%C3%A7%C3%A3o%20%C3%A9,o%20cliente%20faz%20algum%20resgate>. Acesso em: 25 maio 2022.

SOUZA, Francimar Ribeiro de. **Aplicação do CDC nos Fundos de Investimento**. 2014. 42 f. Tese de Pós-Graduação. Instituto CEUB de Pesquisa e Desenvolvimento. Centro Universitário de Brasília. Brasília.

VALOR Presente Líquido (VPL) / Net Present Value (NPV). **Dicionário Petróleo e Gás**. Disponível em: <https://dicionariopetroleoegas.com.br/dictionary/valor-presente-liquido-vpl/>. Acesso em: 15 jun. 2022.

ZOTTIS, Rodrigo. **A empresa mais valiosa que já existiu**. Disponível em: <https://www.geopizza.com.br/post/a-empresa-mais-valiosa-que-j%C3%A1-existiu-geopizza-20#:~:text=A%20empresa%20mais%20valiosa%20da,do%20PIB%20anual%20do%20Brasil>. Acesso em: 09 jun. 2022.