

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO
DOUTORADO ACADÊMICO

RAFAEL VIEIRA DE ANDRADE DE SÁ

DA PROTEÇÃO DO INVESTIDOR À PROTEÇÃO DA SOCIEDADE:
A EVOLUÇÃO GLOBAL DA GOVERNANÇA DOS
FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO

Projeto de Tese apresentado ao XIX Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais, sob orientação da Professora Doutora Mariana Pargendler e vinculado ao Doutorado Acadêmico da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, na linha de Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social.

São Paulo
2023

I. RESUMO

A presente pesquisa tem por objetivo investigar a evolução da governança de fundos mútuos de investimento em uma perspectiva global, a partir da análise comparada das legislações e práticas em diferentes jurisdições, bem como do exame da influência das orientações emitidas por instituições internacionais, como a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), na regulamentação doméstica desses veículos de investimento coletivo. Os ordenamentos jurídicos pesquisados incluem os Estados Unidos, a União Europeia, Luxemburgo, Brasil, África do Sul e Austrália, representando diversas regiões do mundo e modelos regulatórios distintos. O estudo busca responder a três perguntas de pesquisa: **(i)** existe um processo de convergência ou persistência na governança dos fundos mútuos de investimento quando analisados comparativamente? **(ii)** existe um processo de harmonização da governança dos fundos mútuos ao redor das orientações internacionais? **(iii)** qual é a relevância da influência de produtos regulatórios internacionais na evolução dos institutos jurídicos que regem os fundos mútuos de investimento? A pesquisa parte da hipótese de que esse processo de convergência global existe e está levando a regulação dos fundos de investimento a se distanciar de sua lógica original de proteção do investidor para uma lógica mais ampla de proteção de outros interesses, como a estabilidade do mercado financeiro e, até mesmo, a proteção da sociedade como um todo. Para testar a hipótese, a pesquisa investigará aspectos como a separação patrimonial, o monitoramento de gestores, o gerenciamento de risco de liquidez e a abrangência do conceito de *stewardship* nas legislações e práticas desses países.

II. DELIMITAÇÃO DO TEMA

Fundos de investimento congregam em si múltiplos fenômenos observados nas últimas décadas nos mercados financeiro e de valores mobiliários, como a desintermediação financeira, a diversificação de carteiras e a constituição de produtos híbridos (VEIGA, 1999). Esses veículos de investimento coletivo são, por esses e outros motivos, considerados “um dos mais notáveis e democráticos instrumentos de alocação da poupança dos investidores, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro.” (EIZIRIK et al, 2011, p. 81)

A relevância dos fundos de investimento para a economia mundial vem crescendo a cada ano. Essa afirmativa pode ser comprovada pelos números. Por exemplo, estima-se que pelo menos 147 jurisdições regulamentem a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento (BECKER, 2019). Reforçando essa percepção de crescente relevância dos fundos, estatísticas divulgadas pela *International Organization of Securities Commissions* (“IOSCO”) a partir de um levantamento com 45 países revelou que o patrimônio total sob administração dos fundos regulados, em janeiro de 2023, se aproximou da marca de US\$ 73 trilhões, dos quais US\$ 55,1 trilhões investidos em fundos abertos, US\$ 4,85 trilhões em *hedge funds* e US\$ 3,7 trilhões em fundos de investimento fechados (IOSCO, 2023).

Também no Brasil é possível observar um constante incremento da relevância dos fundos de investimento para a economia nacional. Segundo dados divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”), a indústria brasileira de fundos de investimento possuía sob administração, em outubro de 2023, um patrimônio líquido de cerca de R\$ 8,06 trilhões – cinco anos antes, em dezembro de 2018, esse montante era de R\$ 4,6 trilhões, isto é, houve um aumento de mais de 75% (ANBIMA, 2022).

Diante de sua centralidade cada vez maior para os sistemas financeiros, os fundos de investimento passaram a atrair a atenção de reguladores em todo mundo, além de foros internacionais, como a IOSCO e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”). Isso ocorreu especialmente após a crise financeira de 2008, na qual ficou clara que a interconectividade da indústria de fundos com outros segmentos mais tradicionais do mercado financeiro, como o setor bancário, pode vir a representar substanciais riscos sistêmicos à hígidez do sistema financeiro global, notadamente no caso de uma eventual corrida por liquidez

(COPOLA, 2021). Essa conclusão foi reforçada pelo *Financial Stability Board* (“FSB”), que destaca ser precisamente a interconectividade da indústria de fundos de investimentos uma de suas mais relevantes vulnerabilidades (FSB, 2018).

Ao mesmo tempo, com a redução gradual – ainda que temporária – das taxas básicas de juros em diversos países, incluindo o Brasil, os investidores passaram a procurar alternativas de investimento mais arriscadas, saindo da tradicional renda fixa em busca de produtos que pudessem trazer um maior potencial de rentabilidade. Nesse cenário, ganhou força não apenas no Brasil, mas também no exterior, a procura pela diversificação dos investimentos, inclusive, por meio de aplicação de recursos em ativos no exterior. E, para alcançar esse objetivo, uma das principais opções visadas por investidores de varejo e também pelos institucionais passou a ser a aplicação de recursos em cotas de fundos e veículos de investimento estrangeiros.

Não restou despercebida pela academia internacional a globalização dos investimentos feitos pelos fundos, tampouco a internacionalização dos próprios investidores que aplicam recursos nesses veículos (WEGMAN, 2016; MORLEY, 2014). Esse movimento também gera frutos no Brasil, levando a um maior interesse da academia nacional sobre os fundos. Mas, como há algum tempo alerta Otávio Yazbek, as pesquisas acadêmicas brasileiras, notadamente as realizadas no campo jurídico, continuam a focar suas lentes, “de forma geralmente bastante abstrata, em torno da questão da natureza jurídica dos fundos”, de tal modo que parece existir uma “quase obsessão dos autores pela discussão acerca da natureza jurídica – se condominial ou societária – dos fundos de investimento” (YAZBEK, 2016, p. 9).

Ocorre que há algum tempo vem se sustentando que as características operacionais dos fundos têm, em uma perspectiva comparada, se tornado cada vez mais semelhantes apesar das inúmeras diferenças jurídicas ainda existentes entre os seus distintos modelos regulatórios (BANCO MUNDIAL, 2015). São duas as principais razões citadas como fatores impulsionadores dessa aproximação. A primeira reside no movimento de coesão dos modelos regulatórios nacionais ao redor dos princípios sobre fundos emitidos pela IOSCO. A segunda razão, por sua vez, consiste na aproximação de modelos regulatórios de determinada região em torno de padrões instituídos de comum acordo entre diferentes países com o fim de facilitar a criação e distribuição de fundos independentemente de sua forma legal, tais como o protótipo definido na União Europeia sobre os *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (“UCITS”), introduzido em 1985, que estabeleceu um regime

para a livre distribuição de fundos a investidores de varejo na região; e o seu similar *Asia Region Funds Passport*, instituído em 2016 e em funcionamento desde 2019, que engloba a Austrália, Nova Zelândia, Coreia do Sul, Japão e Tailândia.

A existência desse movimento de integração, a nível global, das regras que regem os fundos de investimento a um mesmo modelo regulatório também é sustentada por Anita K. Krug, especialmente a partir da observação do desenvolvimento dos dois principais – em termos de relevância para a indústria global de fundos – modelos regulatórios de fundos de investimento atualmente existentes: o modelo das “*investment companies*” norte-americanas e o dos “UCITS” europeus. Para a autora, um dos grandes motivos para essa crescente unidade advém das reformas implementadas pelos países, seguindo orientações de foros multilaterais, para tratar das deficiências detectadas na indústria de fundos. Como observa Krug, esse fenômeno não vem sendo objeto de estudos pela academia (KRUG, 2015).

O presente projeto de pesquisa tem por objetivo contribuir com o preenchimento dessa lacuna por meio de uma análise da evolução da governança dos fundos mútuos¹ de investimento em perspectiva global, tomando por base duas vertentes complementares: **(i)** perspectiva comparada² (horizontal): a difusão de modelos de governança dos fundos de investimento entre os países pesquisados; e **(ii)** perspectiva internacional³ (vertical): a incorporação à legislação doméstica de modelos regulatórios elaborados por instituições internacionais, em especial, a International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

¹ Embora não seja um termo técnico, pois as legislações geralmente não utilizam essa nomenclatura, pode-se dizer que os “fundos mútuos” são reconhecidos e utilizados na literatura como o “tipo-ideal” (arquétipo) dos fundos de investimento, isto é, um veículo “*that brings together money from many people and invests it in stocks, bonds or other assets. The combined holdings of stocks, bonds or other assets the fund owns are known as its portfolio. Each investor in the fund owns shares, which represent a part of these holdings*” (SEC, 2005).

² O objetivo é integrar à tese o debate – existente no âmbito do direito societário (e.g., GORDON & ROE (2004)), mas não no contexto dos fundos– a respeito da possível harmonização (de forma ou função) do modelo dos fundos em determinada direção (norte-americano x europeu x outros).

³ O termo é utilizado na acepção de PARGENDLER (2020) para integrar ao debate o papel que produtos regulatórios internacionais editados por instituições como a IOSCO, OCDE, FSB, dentre outros, possuem sobre a evolução da governança dos fundos de investimento.

III. JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

O fenômeno da universalização de instrumentos e tendências ligados ao capitalismo e aos mercados financeiro e de capitais tem ocupado lugar central nas discussões acadêmicas, sob diversas perspectivas, sejam de natureza descritiva – buscando delimitar as semelhanças e diferenças desses institutos e movimentos em diferentes jurisdições –, sejam de natureza normativa – em que, em alguma medida, procura-se indicar que modelos poderiam ser considerados superiores ou mais eficientes em vista das particularidades de cada jurisdição.

Talvez o exemplo mais proeminente nesse sentido sejam as pesquisas relativas às sociedades anônimas.⁴ Um subproduto mais moderno dessas discussões são as implicações para a governança corporativa do fato de os investidores institucionais, e não mais os pequenos investidores individuais, hoje figurarem como os principais acionistas das companhias abertas (GILSON; GORDON, 2013). Em seguida, como recente desdobramento dessa pauta, entrou no radar da academia a tendência de propagação pelo globo dos denominados códigos de *stewardship*, que objetivam alinhar os interesses dos beneficiários finais dos veículos de investimento coletivo, de um lado, e os responsáveis por tomar as decisões de investimento em nome desses veículos, de outro (KATELOUZOU & PUCHNIAK, 2022).

Há, contudo, um instrumento largamente presente em todas as economias – e cujas características alegadamente vêm se universalizando – para o qual os olhos da academia estrangeira e nacional ainda não se voltaram, ao menos, não com a atenção compatível com a centralidade cada vez maior ocupada por esse instituto nos mercados de capitais das mais diversas jurisdições, e isso mesmo depois de ter ele passado a sofrer atenção cada vez maior por parte de reguladores e formuladores de políticas públicas: os veículos de investimento coletivo (*collective investment schemes* ou “CIS”), tais como os fundos de investimento.

⁴ Desde Tullio Ascarelli, que já afirmava que, nas companhias, mais do que em outros institutos, se observa “uma certa fungibilidade dos instrumentos jurídicos em relação a um determinado objetivo econômico ou uma compatibilidade de propósitos econômicos diversos com o mesmo instrumento jurídico” (ASCARELLI, 2008, p. 495); passando por Henry Hansmann e Reiner Kraakman (HANSMANN; KRAKMAN, 2000); e chegando, mais recentemente, a Mariana Pargendler (PARGENDLER, 2013), são inúmeros os autores que se dedicam ao estudo das convergências e divergências jurídicas desse tipo societário.

Essa lacuna é especialmente relevante no cenário brasileiro diante do atual momento pelo qual passa o desenvolvimento da regulamentação nacional aplicável a esses veículos. Em primeiro lugar, porque, em 2019, foi editada a chamada a Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874, de 2019 ou “LLE”), que introduziu quatro artigos no Código Civil a respeito dos fundos. A LLE é resultado da conversão da Medida Provisória nº 881, de 2019, cujo conteúdo, no que diz respeito às novas regras instituídas sobre os fundos de investimento, foi editado sob o pretexto de aproximar o regime jurídico brasileiro dos seus pares internacionais.⁵

Em segundo lugar, porque, em 2020, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), responsável por normatizar os fundos no Brasil, abriu a Audiência Pública SDM nº 8, de 2020, que resultou na edição da Resolução CVM nº 175, de 2022. Nos termos de seu Edital, de 1.12.2020, um dos principais objetivos dessa Audiência Pública foi o de alterar, revisar e consolidar o regime jurídico geral dos fundos de investimento registrados na CVM. E, como fundamento geral para a ampla revisão do arcabouço vigente, a autarquia levantou a necessidade de, seguindo o espírito da LLE, aproximar a conformação legal dos fundos de investimento brasileiros às práticas comumente observadas nos mercados mais desenvolvidos (CVM, 2020).

Portanto, a despeito de a regulamentação aplicável aos fundos ter passado por aquela que pode ser considerada como sua maior reforma desde que esse produto passou a ser normatizado de forma mais aprofundada pelo regime jurídico pátrio, ainda não se encontram presentes estudos sobre esse movimento, notadamente em relação ao fato de sua principal motivação aparentemente ser a tentativa de aproximar a conformação e o funcionamento dos fundos nacionais às práticas predominantes em outras jurisdições. A reforma passou ao largo de discussões importantes relacionadas ao transplante de institutos jurídicos de um país a outro.

⁵ “18. Atenta às necessidades de facilitar a canalização de recursos poupados para a economia real, a proposta assegura a legalidade de responsabilidade limitada para fundos de investimento, o que deverá aumentar a segurança da modalidade por meio dessas estruturas. Contribui-se, assim, para um ambiente mais competitivo e atrativo que beneficiará inclusive os grandes programas de desestatizações, outro assunto emergencial que justifica a existência desta Medida. Espera-se que, ao equacionarmos nosso ambiente com o resto do mundo desenvolvido, abrindo a possibilidade desse tipo de fundo, conforme futura regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, consigamos um aumento de investimentos em geral. Importante consequência desse aumento é a tendência de uma valorização maior dos ativos a serem desestatizados, o que ocasionará, ao fim e ao cabo, que mais recursos estejam disponíveis à Administração para a realização de políticas públicas de saúde e educação, por exemplo”. (MINISTÉRIO DA ECONOMIA, 2019, p. 8).

IV. PERGUNTAS, HIPÓTESES E RELEVÂNCIA DA PESQUISA

O presente projeto se propõe a responder três **perguntas de pesquisa**:

- (i) Por uma perspectiva comparada, existe um processo de convergência ou persistência na governança dos fundos mútuos de investimento?
- (ii) Por uma perspectiva internacional, existe um processo de harmonização da governança dos fundos mútuos ao redor de orientações internacionais; e
- (iii) Em uma perspectiva mais ampla, qual é a relevância da influência de produtos regulatórios internacionais na evolução dos institutos jurídicos?

A **hipótese primária** da pesquisa é de que as características de funcionamento dos fundos mútuos, bem como que as estratégias regulatórias para lidar com os problemas inerentes aos fundos, estão convergindo em perspectiva global, mas que essa convergência é de função, e não de forma. A **hipótese secundária** é que essa convergência decorre principalmente do processo de implantes jurídicos (forças de harmonização), e não de transplantes jurídicos (forças competitivas). Intui-se que a pesquisa levará à constatação de que esse processo de convergência existe e está levando a regulação dos fundos a se distanciar de sua lógica original de “proteção do investidor” para uma lógica de proteção de outros interesses, como a estabilidade do mercado financeiro e, até mesmo, a proteção de *stakeholders*.

Desse modo, a **relevância da pesquisa** para o campo de conhecimento está assentada em três principais pilares. Primeiro, na exploração da evolução jurídica de um dos institutos mais relevantes para o capitalismo contemporâneo: os fundos de investimento. Segundo, porque objetiva realizar tal exploração a partir de duas perspectivas complementares: comparada e internacional. E, por fim, porque se propõe a examinar a influência de produtos regulatórios internacionais na evolução das características funcionais e jurídicas que regem os fundos.

V. METODOLOGIA DE PESQUISA

A execução metodológica da presente pesquisa está baseada em duas partes principais. Primeiro, para tratar da perspectiva horizontal (comparada), serão mapeadas legislação e doutrina dos países selecionados para comparar o processo de desenvolvimento do regime jurídico aplicável aos fundos. Depois, para tratar da perspectiva vertical (internacional), serão mapeadas as orientações internacionais editadas por instituições internacionais (por exemplo, OCDE e IOSCO) e avaliados como e se estes foram incorporados pelas legislações domésticas.

Por ora, os ordenamentos jurídicos que serão pesquisados para testar de forma específica as hipóteses da pesquisa, e as justificativas para a escolha desses países, são os seguintes:

Ordenamento	Justificativa
Estados Unidos	O país será analisado pois, sozinho, representa mais da metade do patrimônio sob administração da indústria global de fundos mútuos.
União Europeia	Grande parte das regras sobre fundos são editadas ao nível da União Europeia e, depois, incorporados pelas legislações domésticas dos países europeus, por isso, é importante mapear o papel da União Europeia para distinguir o que veio do direito comunitário e o que foi adotado “isoladamente” pelos países europeus.
Luxemburgo	O país será utilizado como representante do “modelo europeu”, pois o país concentra a maior parte (em termos de patrimônio) dos fundos de investimento constituídos na União Europeia.
Brasil	O país somente fica atrás dos Estados Unidos como o país mais relevante (em termos de patrimônio) da indústria de fundos nas Américas.
África do Sul	O país será utilizado como representante do Sul Global, possui alta relação entre tamanho do mercado de capitais <i>per capita</i> , além da facilidade de acessar a literatura.
Austrália	O país será utilizado como representante da região Ásia-Pacífico, pois é dos que integram uma iniciativa coordenada para impulsionar os fundos de investimento na região.

Para testar a hipótese de forma concreta, serão avaliados o tratamento dado pelas legislações domésticas dos países supracitados aos seguintes pontos específicos:

Tema	Justificativa
Separação patrimonial de classes dos fundos mútuos de investimento	Esse ponto foi escolhido porque recentemente alguns países adotaram novas normas prevendo a possibilidade de que, dentro de um mesmo fundo mútuo, existam diferentes “compartimentos” (também conhecidos como “sub-fundos” ou “classes de cotas”), com patrimônios segregados e incomunicáveis entre si.
Dever de monitoramento (verificação) da atuação do gestor por outros prestadores de serviço	Esse ponto foi escolhido porque, em matéria de fundos, a relação entre gestor-investidor consiste no principal “problema de agência”, na medida em que o gestor pode atuar de forma a se autofavorecer, em detrimento dos interesses do investidor.
Gerenciamento do risco de liquidez	Esse ponto foi escolhido porque, no contexto internacional, o gerenciamento do risco de liquidez é o principal assunto que vem sendo objeto de orientações pelas instituições internacionais.
Stewardship	Esse ponto foi escolhido por ser um dos principais temas atuais no contexto dos fundos de investimento.

VI. BIBLIOGRAFIA BÁSICA E PRELIMINAR

BEBCHUK, Lucian Arye; ROE, Mark J. *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*. Stanford Law Review, Vol. 52, Nº 1, 1999, pp. 127-170.

GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. (Eds.) *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004, 396p.

KRUG, Anita K. *Multilateral Convergence of Investment Company Regulation*. In: *Economic Law After the Crisis: A Tale of Fragmented Disciplines*. MERCURIO, Bryan; LIM, C.L. (Eds.). Cambridge: Cambridge University Press, 2015, pp. 281-305.

NASSER, Salem; RACHMAN, Nora; e PRADO, Viviane Muller. *Do Transnacional para o Nacional: IOSCO, o Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro e Accountability*. UNICEUB, Revista de Direito Internacional, V. 13, N. 1, 2016, pp. 268-293.

PARGENDLER, Mariana. *A Evolução do Direito Societário: Lições do Brasil*. 2ª Edição. São Paulo: Almedina, 2021, 459p.

PRADO, Mariana M.; TREBILCOCK, Michael. *Path Dependence, Development, and the Dynamics of Institutional Reform*. The University of Toronto Law Journal, Vol. 59, Nº. 3, 2009, pp. 341-379.

SAMUEL, Geoffrey. *An Introduction to Comparative Law Theory and Method*. Oxford: Hart Publishing, 2014, 230p.

WEGMAN, Hanneke. *Investor Protection: Towards Additional EU Regulation of Investment Funds?* Tese (Doutorado) – Universidade de Leiden, Leiden, 2016, 361p.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, 322p.