

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE DIREITO  
DEPARTAMENTO DE DIREITO PRIVADO E PROCESSO CIVIL

Gabriel Heineck de Carvalho

**CONTROLE GERENCIAL NO FUNDO DE INVESTIMENTO: ALTERNATIVAS  
TECNOLÓGICAS PARA A REDUÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA**

Porto Alegre

2023

Gabriel Heineck de Carvalho

**CONTROLE GERENCIAL NO FUNDO DE INVESTIMENTO: ALTERNATIVAS  
TECNOLÓGICAS PARA A REDUÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA**

Monografia apresentada como requisito parcial  
para obtenção do grau de Bacharel em Direito pela  
Faculdade de Direito da Universidade Federal do  
Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Klein Zanini

Porto Alegre

2023

Gabriel Heineck de Carvalho

**CONTROLE GERENCIAL NO FUNDO DE INVESTIMENTO: ALTERNATIVAS  
TECNOLÓGICAS PARA A REDUÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA**

Monografia apresentada como requisito parcial  
para obtenção do grau de Bacharel em Direito pela  
Faculdade de Direito da Universidade Federal do  
Rio Grande do Sul.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Klein Zanini

**Aprovado em:** Porto Alegre, 6 de abril de 2023.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Carlos Klein Zanini  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Profa. Dra. Giovana Valentiniano Benetti  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Prof. Dr. Cássio Machado Cavalli  
Fundação Getúlio Vargas

## AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Silvana e Maurício, por serem o alicerce da minha educação.

Aos meus avós, Flávio e Anita, pelo afeto e cuidado ao longo de toda a vida.

Aos meus irmãos, Manuela e Vincenzo, por me garantirem o conforto do companheirismo vitalício.

À Gabriela, pelo amor, carinho e suporte incomensuráveis.

A Alexandre, Fernanda, Luca, Guilherme, Leonardo, Jorge, Juan, Enrico e a todas as amigas feitas durante a graduação, sem as quais esta experiência não teria sido especial.

A Eduardo Fries, pela amizade permanente ao longo de todos esses anos.

À Corregedoria Regional da Polícia Federal, especialmente nas pessoas de Soní Malinski e Lucas Motta, ao Gabinete do 1º Juizado da 15ª Vara Cível do Foro Central do Porto Alegre, especialmente nas pessoas de Éder Grivicich, Fernanda Silva e Dra. Débora Kleebank, ao escritório HFM Advogados / Baptista Luz Advogados, especialmente na pessoa de Marcelo Hoffman, e ao escritório Silveiro Advogados, especialmente na pessoa de Eduardo Zarpelon.

Ao Prof. Carlos Klein Zanini, por despertar o meu interesse pelo direito empresarial, pela aceitação desta orientação e pela reiterada confiança em minha trajetória acadêmica e profissional.

Por fim, a todos os amigos e colegas do escritório Matter, Boettcher, Zanini & Souza Advogados, pela convivência, suporte e aprendizados diários.

*“Mais do que as ideias, são os interesses que separam as pessoas”.*

(Alexis de Tocqueville)

## RESUMO

Apesar de amplamente debatidas no âmbito do direito das companhias, as análises das estruturas de poder e da caracterização do poder de controle nos fundos de investimento ainda são temas de recente enfrentamento pela doutrina brasileira. Nesse contexto, o presente trabalho se dedica a compreender a manifestação do fenômeno, no Brasil, do poder de controle nos fundos de investimento, a partir dos conceitos já consolidados no direito acionário, bem como objetiva a analisar as consequências da ocorrência do controle gerencial nos fundos de investimento, sobretudo com relação à acentuação dos conflitos de agência entre os administradores-controladores e os cotistas, a partir da dissociação entre propriedade de cotas e poder diretivo dos fundos de investimento. Para a elaboração da pesquisa, utilizou-se de revisão bibliográfica nacional e internacional sobre o tema, assim como de pesquisa de jurisprudência administrativa, no âmbito de decisões proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários, e de notícias publicadas pelos principais jornais de economia no cenário global. Em um primeiro momento, sistematizou-se as características mais substanciais dos fundos de investimento para o objeto deste estudo, conforme previstas no regime legal introduzido pela Lei nº 13.874/2019 (“Lei da Liberdade Econômica”) e pela regulação administrativa da Comissão de Valores Mobiliários, relativa às normas gerais aplicáveis aos fundos de investimento (Instrução CVM nº 555/2014). No capítulo seguinte, apresentou-se a taxonomia do poder de controle, bem como se realizou a sua subsunção para a realidade dos fundos de investimento no Brasil. A partir disso, foram explicadas as relações de agência e explorados os conflitos de agência, potencializados pelo controle gerencial nos fundos de investimento, correlacionando-os ao arcabouço legal e regulatório dos fundos de investimento no Brasil, a partir de uma análise crítica. No capítulo final, objetivou-se a explorar uma possível solução estrutural para fins de redução dos conflitos de agência nos fundos de investimento, alicerçada no conceito de “democratização societária” e na tecnologia como instrumento de transformação do direito societário e do mercado de capitais. Em sede de conclusão, verificou-se que os fundos de investimento, no direito brasileiro, são ambientes férteis à instalação do controle gerencial por parte dos administradores, o que pode estimular o desenvolvimento de conflitos de agência e, conseqüentemente, implicar prejuízos aos cotistas. Notou-se, também, inexistir um regime jurídico próprio de freios e contrapesos para coibir abusos dos controladores nos fundos de investimento. Por fim, constatou-se que, em que pese existam alternativas tecnológicas aptas a reduzir os conflitos de agência, tais alternativas - por si sós - não são suficientes para solucionar o problema, devendo ser aliadas a incentivos regulatórios para estimular o ativismo nas tomadas de decisão, por parte dos interessados no fundo.

**Palavras-chave:** Fundos de Investimento; Poder de Controle; Conflitos de Agência; Democracia Societária; Alternativas Tecnológicas.

## ABSTRACT

Despite being widely debated within the scope of corporate law, the analysis of the power structures and the characterization of the controlling power in investment funds are still themes that have recently been confronted by Brazilian doctrine. In this context, the present work is dedicated to understanding the manifestation of the phenomenon, in Brazil, of the power of control in investment funds, based on concepts already consolidated in corporate law. It also aims to analyze the consequences of the occurrence of managerial control in investment funds, especially concerning the accentuation of agency conflicts between the administrators-controllers and investors, based on the dissociation between the ownership of equity and the directive power of investment funds. For the elaboration of the research, a national and international bibliographic review on the theme was used, as well as research of administrative jurisprudence, in the scope of decisions handed down by the Brazilian Securities and Exchange Commission, and news published by the main economic newspapers on the global scenario. In a first moment, the most substantial characteristics of investment funds for this work were systematized, as provided for in the legal regime introduced by Law No. 13,874/2019 ("Economic Freedom Law") and by the administrative regulation of the Brazilian Securities and Exchange Commission, concerning the general rules applicable to investment funds (CVM Instruction No. 555/2014). In the following chapter, the taxonomy of the power of control was presented, as well as its subsumption to the reality of investment funds in Brazil. After that, the agency relations were explained and the agency conflicts, enhanced by managerial control in investment funds, were explored, correlating them to the legal and regulatory framework of investment funds in Brazil, from a critical analysis. In the final chapter, the objective was to explore a possible structural solution for the reduction of agency conflicts in investment funds, based on the concept of "corporate democratization" and on technology as an instrument of transformation of corporate law and the capital market. In conclusion, it was verified that investment funds, under Brazilian law, are fertile environments for the installation of managerial control by the administrators, which can stimulate the development of agency conflicts and, consequently, losses to the investors. It was also noted that there is no specific legal regime of checks and balances to restrain abuses by controllers in investment funds. Finally, it was found that, although there are technological alternatives capable of reducing agency conflicts, these alternatives - by themselves - are not enough to solve the problem and should be allied to regulatory incentives to stimulate activism in decision-making by the fund's stakeholders.

**Keywords:** Investment Funds; Power of Control; Agency Conflicts; Shareholder Democracy; Technological Alternatives.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2 O FUNDO DE INVESTIMENTO NO DIREITO BRASILEIRO .....</b>	<b>11</b>
2.1 NATUREZA E REGIME JURÍDICO DO FUNDO DE INVESTIMENTO .....	13
2.2 TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO .....	18
2.3 CONSTITUIÇÃO E REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO .....	19
2.4 REGIMES DE RESPONSABILIDADE DO COTISTA .....	21
2.4.1 A Responsabilidade Ilimitada do Cotista .....	21
2.4.2 A Responsabilidade Limitada do Cotista .....	23
2.5 ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO .....	24
2.5.1 Administração do Fundo de Investimento .....	25
2.5.2 Gestão do Fundo de Investimento .....	27
2.5.3 Remuneração dos Administradores e Gestores .....	28
2.5.4 Apontamentos sobre a Resolução CVM nº 175/2022 .....	29
2.6 ASSEMBLEIAS DE COTISTAS E DELIBERAÇÕES EXTERNAS .....	31
2.6.1 Assembleias de Cotistas .....	31
2.6.2 Deliberações Externas .....	33
<b>3 O PODER DE CONTROLE E OS CONFLITOS DE AGÊNCIA NO FUNDO DE INVESTIMENTO.....</b>	<b>35</b>
3.1 PODER DE CONTROLE NO DIREITO ACIONÁRIO .....	35
3.1.1 Controle Totalitário .....	38
3.1.2 Controle Majoritário .....	38
3.1.3 Controle Minoritário.....	39
3.1.4 Controle Gerencial ou Administrativo .....	40
3.2 O PODER DE CONTROLE NO FUNDO DE INVESTIMENTO.....	42
3.2.1 Controle Minoritário.....	43
3.2.2 Controle Gerencial.....	44
3.3 CONFLITOS DE AGÊNCIA.....	49
3.3.1 Natureza da Relação entre Administrador e Cotista e Deveres Fiduciários.....	51
3.3.2 Conflitos de Agência entre Administradores e Cotistas.....	53
3.3.3 Responsabilidade dos Administradores no Controle Gerencial .....	55



<b>4 ALTERNATIVAS TECNOLÓGICAS PARA A REDUÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO .....</b>	<b>58</b>
4.1 DA DEMOCRATIZAÇÃO SOCIETÁRIA NO FUNDO DE INVESTIMENTO .....	60
4.2 ALTERNATIVAS TECNOLÓGICAS PARA A DEMOCRATIZAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO E REDUÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA .....	65
4.2.1 Assembleias Digitais de Cotistas e Voto à Distância .....	65
4.2.2 Plataformas de Orientação de Voto .....	69
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>72</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>75</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Em janeiro de 2023, a indústria dos fundos de investimento, no Brasil, contava com um patrimônio líquido total de mais de R\$ 7,5 trilhões (sete trilhões e quinhentos bilhões de reais), considerando todas as classes de fundos, conforme boletim de análise divulgado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.<sup>1</sup> Trata-se de número que vem crescendo anualmente, tendo mais que dobrado desde dezembro de 2015, conforme se verifica a partir do mesmo boletim.<sup>2</sup>

Revela-se, portanto, como um instrumento fundamental para a economia brasileira, que permite o financiamento de atividades econômicas, garante a liquidez de ativos e possibilita a alocação da poupança popular no mercado de capitais. Ademais, tem como característica a captação de recursos a partir de uma base pulverizada de investidores, o que proporciona a diluição do risco assumido por cada um e, por consequência, aumenta o fomento à sua assunção.

Além de ser motivado pelo reconhecimento da importância dos fundos de investimento no mercado de capitais brasileiro, este trabalho tem por justificativa o interesse despertado a partir de notícias lidas em importantes publicações globais, relacionadas à democratização da participação de cotistas no processo de tomada de decisão dos fundos de investimento no exterior, como reflexo de inovações promovidas pelo avanço da tecnologia, aplicado ao direito societário.<sup>3</sup> O ponto de partida da pesquisa, portanto, foi a divulgação de instrumentos capazes de modificar as estruturas de poder dos fundos de investimento, provocados por alterações tecnológicas.

Nesse contexto, o presente trabalho tem por objeto o estudo das estruturas de poder no fundo de investimento, voltando-se, especificamente, para a análise das manifestações do poder de controle no fundo de investimento. O tema do poder de controle é um tema clássico do direito das companhias, chegando SALOMÃO FILHO a afirmar que, ao se iniciar o estudo jurídico das sociedades, seria *fundamental* fazer uma análise das estruturas de poder sobre a realidade

<sup>1</sup> Boletim de análise divulgado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm). Acesso em 10 de março de 2023.

<sup>2</sup> Boletim de análise divulgado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm). Acesso em 10 de março de 2023.

<sup>3</sup> MASTERS, Brooke. BlackRock Opens Door for Retail Investors to Vote in Proxy Battles. **Financial Times**. Nova Iorque, 3 de novembro de 2022. Disponível em: <https://www.ft.com/content/6446b81f-a1b4-492f-b335-62f0efef11e7c>. Acesso em 13 de dezembro de 2022.

societária.<sup>4</sup> Todavia, trasladando-o para a esfera dos fundos de investimento, verifica-se que a abordagem das estruturas de poder na doutrina brasileira ainda se apresenta como um tema a ser desbravado.

Ademais, a partir da análise do poder de controle no fundo de investimento, pretende-se explorar os chamados “conflitos de agência”, que decorrem da relação de agência existente entre os cotistas e os administradores (administrador e gestor) do fundo de investimento e são potencializados a partir da caracterização destes como controladores do fundo de investimento. Então, objetiva-se verificar a aplicação da tecnologia ao direito societário e ao mercado de capitais, bem como analisar a sua influência sobre mecanismos possivelmente aptos a reduzirem os conflitos de agência no fundo de investimento, a partir dos problemas constatados ao longo da pesquisa.

Com relação aos objetivos, pretende-se: (a) sistematizar as principais características do fundo de investimento no Brasil, conforme sejam pertinentes ao presente objeto de estudo; (b) compreender a dinâmica das relações de poder no fundo de investimento; (c) entender as relações de agência e os conflitos de agência que podem ocorrer no fundo de investimento; (d) avaliar se há alguma relação entre a tecnologia e a existência de mecanismos aptos a reduzirem os conflitos de agência no fundo de investimento; e (e) aferir se tais mecanismo são suficientes para solucionarem os conflitos de agência.

Ao fim e ao cabo, a partir do atingimento dos objetivos acima delineados, ambiciona-se a responder, a título de conclusão, as seguintes perguntas: (i) quais são as formas de manifestação do poder de controle do fundo de investimento?; (ii) qual a relação entre o controle gerencial e os conflitos de agência no fundo de investimento?; (iii) existem mecanismos tecnológicos aptos à redução dos conflitos de agência no fundo de investimento?; e (iv) tais mecanismos, se existentes, são suficientes para a solução dos problemas de agência?

A pesquisa será desenvolvida a partir da revisão bibliográfica nacional e internacional sobre as principais obras às quais se teve acesso sobre o tema, assim como por meio de contribuições de jurisprudência administrativa, conforme julgados do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, e de notícias publicadas pelos principais jornais de economia no cenário global.

No primeiro Capítulo, serão sistematizadas as principais características do fundo de investimento brasileiro, com base no arcabouço legal e regulatório atualmente em vigor (relativo às normas gerais de funcionamento dos fundos de investimento), de modo a se

---

<sup>4</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 78.

estabelecer os conceitos que servirão de base para o aprofundamento do estudo das estruturas de poder no fundo de investimento, nos Capítulos subsequentes. Dessa forma, o Capítulo I tratará de anatomizar o fundo de investimento no Brasil, a partir das normas legais e regulatórias atualmente em vigor, explorando a natureza jurídica do fundo de investimento e o seu regime jurídico aplicável, as classificações dos fundos de investimento, a forma de constituição e de aprovação do seu regulamento, os regimes de responsabilidade do cotista do fundo de investimento, o papel da administração do fundo de investimento e os seus *locus* de deliberação.

Cabe esclarecer, neste ponto, que esta pesquisa será desenvolvida sob a égide da Instrução CVM nº 555/2014, que trata das normas regulatórias gerais aplicáveis aos fundos de investimento, considerando a sua vigência até a data de publicação deste trabalho. No entanto, não se desconhece a publicação da Resolução CVM nº 175/2022, e a sua entrada parcial em vigor, a partir de abril de 2023. Em razão disso, quando do estudo dos dispositivos específicos da regulamentação administrativa, será feita, quando pertinente, a devida comparação com o novo quadro regulatório estabelecido pela Resolução CVM nº 175/2022, ainda que o objeto do estudo não seja a comparação entre os dois regimes jurídicos.

Ato subsequente, no Capítulo II, após serem estabelecidas as características que norteiam o funcionamento dos fundos de investimento no Brasil, passar-se-á à análise do poder de controle no fundo de investimento. Nesse sentido, será apresentada a taxonomia do poder de controle proposta pela primeira vez, no direito norte-americano, por Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, e importada para o Brasil por Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho.

Após, será realizada a sua subsunção para as relações de poder no fundo de investimento, a partir de uma análise crítica do seu regime jurídico. Então, analisar-se-á a relação de agência entre os administradores do fundo de investimento e os cotistas, os conflitos de agência que podem decorrer de tal relação e a sua potencialização por meio do controle gerencial no fundo de investimento.

Por fim, o Capítulo III tratará de resumir a problemática constatada na pesquisa até então, bem como explorar possíveis soluções para a sua mitigação. Nesse contexto, será analisada uma proposta de solução estrutural, consistente na democratização das relações dos interessados no fundo de investimento a partir de princípios de governança, como a ampliação à participação na tomada de decisões, bem como serão analisadas alternativas tecnológicas já existentes ou em desenvolvimento que se proponham a concretizar a solução estrutural proposta.

Com isso, pretende-se alcançar todos os objetivos acima delineados, bem como responder às perguntas norteadoras da pesquisa.

## 2 O FUNDO DE INVESTIMENTO NO DIREITO BRASILEIRO

A ideia de constituição de um veículo de investimento advém da necessidade de: (i) captação de recursos, (ii) diluição de riscos e (iii) redução dos custos de transação.<sup>5</sup> Uma pessoa isoladamente considerada pode não ter o capital necessário para realizar os investimentos pretendidos, o que pode ser solucionado mediante o agrupamento de diferentes pessoas dispostas a contribuir para o mesmo objetivo, de forma coletiva.

Ademais, por meio da comunhão de recursos, o risco que seria assumido por uma pessoa isoladamente considerada é diluído entre o grupo de investidores que foi constituído para a persecução do mesmo objetivo do veículo de investimento. Por fim, tal comunhão de recursos, além de possibilitar a captação de recursos necessária e o compartilhamento dos riscos, também objetiva reduzir os custos de transação para a realização do investimento em questão, na medida em que, ao invés de todos os integrantes do grupo investirem, individual e diretamente, nos ativos objetivados no mercado, o fazem, coletiva e indiretamente, por meio do veículo de investimento, obtendo melhores taxas e preços<sup>6</sup> e tendo acesso a uma maior variedade de produtos financeiros.

Acrescenta-se a estas características a utilização de uma administração profissional e especializada por terceiros para a gestão do veículo de investimento, a quem os investidores confiam a utilização dos recursos captados, acreditando que, assim, terão uma maior rentabilidade em seus investimentos do que obteriam individualmente. Isso porque se acredita que os administradores contratados para tanto disponham de *expertise* para a realização dos investimentos em nome e no exclusivo interesse do fundo e dos investidores.<sup>7</sup>

No que tange ao fundo de investimento, explica CARVALHO que o fundo de investimento seria um mecanismo democrático de alocação de poupança dos investidores, na medida em que permitiria a contribuição de pequeno volume de recursos por parte do investidor e lhe proporcionaria o acesso a uma administração e gestão especializadas para os seus investimentos:

<sup>5</sup> Por custos de transação se entendem os custos incorridos para realizar uma transação no mercado, tais como custos de informação, negociação, formalização de documentos, auditoria e contratação de transações. De acordo com Ronald H. Coase, em sua tese *The Nature of the Firm*, as empresas surgiriam para organizar e centralizar a realização de transações sempre que os custos para tanto fossem menores do que os custos de se realizar a mesma transação no mercado. COASE, Ronald Harry. **The firm, the market and the law**. Londres: The University of Chicago Press, 1988. pp. 7-8.

<sup>6</sup> MALACRIDA, Mara Jane Contrera; DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. Fundos e Clubes de Investimento. In: LIMA, Iran Siqueira. DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco (Coord.). **Curso de Mercado Financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2007. p. 468.

<sup>7</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. rev. amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 82.

O fundo de investimento permite a aplicação de pequenos volumes de recursos e proporciona o acesso a uma administração e gestão especializadas, constituindo-se, pois, em um dos mais notáveis e democráticos mecanismos de alocação de poupança dos investidores. Dessa forma, estes, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro, optam pelos fundos com o intuito de conjugar seus recursos em busca de soluções de investimento seguras e que lhes proporcionem maior rentabilidade e liquidez.<sup>8</sup>

Existem diversos tipos de veículos de investimento, que podem ser constituídos sob diferentes estruturas jurídicas e com diferentes características, tais como sociedades, *trusts* e fundos de investimento.<sup>9</sup> Nos termos definidos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima), veículos de investimento são:

(...) instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto dos investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à persecução do exclusivo interesse dos participantes.<sup>10</sup>

Dentre os veículos de investimento existentes, o objeto de estudo deste trabalho é o fundo de investimento no direito brasileiro. A partir da definição acima exposta, podem ser extraídos alguns elementos importantes para a presente pesquisa, que serão desenvolvidos de forma mais aprofundada ao longo deste Capítulo: (i) a existência ou não de personalidade jurídica do fundo de investimento; (ii) o princípio de repartição de riscos como premissa do fundo de investimento; e (iii) a persecução do exclusivo interesse dos cotistas como objetivo do fundo de investimento.

Nesse contexto, os subtópicos deste Capítulo abordarão a natureza jurídica do fundo de investimento no direito brasileiro e o seu regime jurídico (seção 2.1), os tipos de fundos de investimento existentes (seção 2.2), o regime de responsabilidade do cotista (seção 2.3), a forma de constituição e a relevância do regulamento do fundo de investimento (seção 2.4), a administração do fundo de investimento (seção 2.5) e a tomada de deliberações no fundo de investimento (seção 2.6).

Com isso, pretende-se apresentar as noções básicas da estruturação jurídica dos fundos de investimento no Brasil, que serão necessárias para a posterior compreensão do poder de controle no fundo de investimento e dos conflitos de agência que podem decorrer da relação entre a administração do fundo de investimento e os seus cotistas, o que será objeto do Capítulo

<sup>8</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundo de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 17.

<sup>9</sup> EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 549.

<sup>10</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 21.

seguinte, bem como, ao final, das alternativas para mitigação de tais conflitos de agência, associadas ao uso da tecnologia, que serão objeto do Capítulo final.

## 2.1 NATUREZA E REGIME JURÍDICO DO FUNDO DE INVESTIMENTO

A definição a respeito da natureza jurídica do fundo de investimento não se trata de uma questão meramente acadêmica. Ao contrário, refere-se à relevante elemento caracterizador do instituto em questão para fins de aferição do regime jurídico que lhe é aplicável (*i. e.* das normas jurídicas que serão aplicáveis ou não ao fundo de investimento)<sup>11</sup>, bem como para uma série de outras consequências jurídicas.<sup>12</sup>

Em 2019, o Código Civil foi alterado pela Lei nº 13.874/2019 (a chamada “Lei da Liberdade Econômica”), realizando-se a introdução de um regime jurídico próprio do fundo de investimento no direito brasileiro. Por meio dessa alteração, o legislador estabeleceu que o fundo de investimento é constituído sob a forma de “condomínio de natureza especial”, nos termos do Art. 1.368-C, *caput*, do Código Civil,<sup>13</sup> tratando-se de uma comunhão de recursos captados para a aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

Até a promulgação da Lei nº 13.874/2019, no entanto, o fundo de investimento não possuía um regime jurídico autônomo na legislação civil, sendo interpretado, sobretudo, com base em instruções e posicionamentos administrativos da Comissão de Valores Mobiliários.<sup>14</sup> Nesse contexto, dispõe o Art. 3º da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 - atualmente em vigor -, que o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio e destinado à aplicação em ativos financeiros.<sup>15</sup>

<sup>11</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 45.

<sup>12</sup> Nesse sentido, Mário Tavernard Martins de Carvalho elenca as seguintes consequências práticas que decorreriam da definição a respeito da natureza jurídica do fundo de investimento: “regência legal direta, supletiva ou analógica pelas normas de direito societário, (im)possibilidade de exclusão de cotista, direitos e deveres dos agentes envolvidos, responsabilidades por eventuais patrimônios líquidos negativos, capacidade processual, etc.” (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Fundo de Investimento: Aspectos Polêmicos*. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 22).

<sup>13</sup> “Art. 1.368-C. 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.”

<sup>14</sup> A competência regulatória da Comissão de Valores Mobiliários está prevista na Lei nº 6.385/76, muito anterior à Lei nº 13.874/2019, que estabelece a competência da CVM de regulamentar as matérias expressamente previstas na lei (Art. 8º, I, da Lei nº 6.385/76). Nesse contexto, desde a promulgação da Lei nº 10.303, em 2001, consideram-se valores mobiliários as cotas de fundos de investimento (Art. 2º, V, da Lei nº 6.385/76), o que atrai a competência regulatória da CVM para editar e publicar as regras aplicáveis aos fundos de investimento no Brasil.

<sup>15</sup> “Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.”

Essa definição foi objeto de grande debate na doutrina, sobretudo por se considerar o regime aplicável ao condomínio, conforme previsto no Código Civil, incompatível com estrutura e lógica própria dos fundos de investimento.<sup>16-17</sup> O debate em questão dividiu a doutrina em três principais grupos, que atribuíram ao fundo de investimento diferentes naturezas jurídicas, conforme a seguir sintetizadas: (i) teoria societária, para a qual o fundo de investimento teria a natureza de sociedade;<sup>18</sup> (ii) teoria da propriedade fiduciária, para a qual o fundo de investimento se assemelharia a um *trust*,<sup>19</sup> conforme idealizado no direito anglo-

<sup>16</sup> Conforme explica Mário Tavernard Martins de Carvalho, as características gerais dos condomínios, conforme o regime jurídico estabelecido no Código Civil, não se ajustariam à estrutura e à lógica dos fundos de investimento. Nestes, por exemplo, não seria possível ao cotista requerer a divisão de sua participação da participação total do fundo de investimento, como se possibilita ao condômino. Ademais, no fundo de investimento, o único capaz de contrair obrigações em nome do fundo seria o administrador, e nunca os cotistas; além disso, os cotistas seriam integralmente responsáveis por aportar recursos no caso de patrimônio líquido negativo do fundo, não podendo se escusar de tal obrigação sob a alegação de renúncia aos direitos provenientes de suas cotas. CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundo de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 22.

<sup>17</sup> Para um panorama histórico e aprofundado da natureza jurídica do fundo de investimento, ver PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. pp. 33-48.

<sup>18</sup> Em apertada síntese, a teoria societária defende a caracterização do fundo de investimento como uma sociedade, estando plenamente enquadrado na definição do Art. 981 do Código Civil, que dispõe: “[c]elebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”. Diversos autores expoentes defenderam a caracterização do fundo de investimento como uma sociedade não-personificada, como FRANÇA (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 212) e DOTTA (DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Alamedina, 2018. p. 91). No entanto, ao mesmo tempo em que algumas características podem ser, *prima facie*, compatíveis com o contrato de sociedade, outras distanciam o fundo de investimento das sociedades, a exemplo do seu ato constitutivo, que nasce de uma deliberação dos administradores, e não de um contrato plurilateral celebrado entre os sócios (KUGLER, Herbert MORGENSTERN. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 48).

<sup>19</sup> Conforme a teoria da propriedade fiduciária, o administrador do fundo seria titular, em caráter fiduciário, do patrimônio do fundo, conforme idealizada a partir do *trust* do direito anglo-saxão (KUGLER, Herbert MORGENSTERN. *Ibidem*. pp. 49-52). O *trust* se trataria de um *negócio fiduciário em sentido amplo*, por meio do qual o direito de propriedade seria desdobrado e parcialmente transferido ao *trustee* (administrador) em caráter especial e fiduciário, que seria o detentor da sua titularidade legal, e parcialmente mantido com os beneficiários, que seriam os detentores da titularidade equitativa ou beneficiária. Nesse sentido, a importação do instituto do *trust* para o direito brasileiro não aparenta ter ocorrido, tendo em vista a característica de desdobramento do direito real de propriedade que não parece ser compatível com o ordenamento jurídico interno, sendo o direito de propriedade, no Brasil, dotado das características de exclusividade e indivisibilidade, salvo raras exceções, não sendo a propriedade condominial uma delas. (SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016. pp. 89-94). No mesmo sentido, segundo MARTINS-COSTA, o *trust* não existiria no Brasil como instituto geral (MARTINS-COSTA, Judith. O “Trust” e o Direito Brasileiro. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**. São Paulo, V. 12, Jul-Set/2017. pp. 165-209. Disponível em:

<https://revistadostribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad82d9b00000186fc6fb11315e041e2&docguid=I463516008f9611e7ab14010000000000&hitguid=I463516008f9611e7ab14010000000000&spos=2&epos=2&td=9&context=7&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=true&isFromMultiSumm=true&startChunk=1&endChunk=1#>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023).



saxão; e (iii) teoria condominial, para a qual o fundo de investimento seria caracterizado como um condomínio.

Tal dissenso doutrinário foi, inclusive, reconhecido pelo Superior Tribunal de Justiça após a entrada em vigor da Medida Provisória nº 881/2019 (que foi posteriormente convertida na Lei da Liberdade Econômica), conforme demonstram XAVIER e SANTOS-PINTO.<sup>20</sup> Na oportunidade do julgamento do REsp nº 1.834.003/SP, o STJ reconheceu que diversas regras aplicáveis aos condomínios em geral não seriam aplicáveis aos fundos de investimento, mesmo que, conforme a definição dada pela Comissão de Valores Mobiliários na Instrução CVM nº 555/2014, o fundo de investimento fosse constituído sob a forma de condomínio:

A despeito do desencontro de teses no âmbito doutrinário, para os fins que aqui interessam, importa reconhecer que: a) as normas aplicáveis aos fundos de investimento dispõem expressamente que eles são constituídos sob a forma de condomínio; b) nem todos os dispositivos legais que disciplinam os condomínios são indistintamente aplicáveis aos fundos de investimento, sujeitos a regramento específico; c) embora destituídos de personalidade jurídica, aos fundos de investimento são imputados direitos e deveres, tanto em suas relações internas quanto externas, e d) não obstante exercerem suas atividades por intermédio de seu administrador/gestor, os fundos de investimento podem ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações.<sup>21</sup>

O legislador pátrio adotou, como visto, a teoria condominial, pela qual se reconheceu a natureza jurídica de condomínio especial do fundo de investimento, tendo em vista as características que o diferem de um condomínio comum. Nesse contexto, o Art. 1.368-C do Código Civil estabelece três elementos nucleares<sup>22</sup> para o reconhecimento de um fundo de investimento no direito brasileiro, quais sejam: (i) comunhão de recursos; (ii) constituição sob a forma de condomínio de natureza especial; (iii) destinação dos recursos à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

O primeiro elemento é o da comunhão de recursos, que constitui o patrimônio do fundo de investimento. Este patrimônio é apartado do patrimônio individual dos cotistas, mas remanesce na esfera jurídica destes,<sup>23</sup> por meio da titularidade de cotas representativas de

<sup>20</sup> XAVIER, Luciana Pedroso. SANTOS-PINTO, Rafael. Art. 7º. Fundos de Investimento. Art. 1.368, C, D, E. In: NETO, Floriano Peixoto Marques. JÚNIOR, Otavio Luiz Rodrigues. LEONARDO, Rodrigo Xavier. (Coords.). **Comentários à Lei de Liberdade Econômica: Lei nº 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. *E-book*.

<sup>21</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.834.003 – SP**. Recorrente: Santander Securities Services Brasil Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. Recorrido: Carlos Eduardo Terepins e Outros. Rel. Ricardo Villas Bôas Cueva. julg. 10/09/2019, pub. 20/09/2019.

<sup>22</sup> XAVIER, Luciana Pedroso. SANTOS-PINTO, Rafael. Art. 7º. Fundos de Investimento. Art. 1.368, C, D, E. In: NETO, Floriano Peixoto Marques. JÚNIOR, Otavio Luiz Rodrigues. LEONARDO, Rodrigo Xavier. (Coords.). **Comentários à Lei de Liberdade Econômica: Lei nº 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. *E-book*.

<sup>23</sup> XAVIER, Luciana Pedroso. SANTOS-PINTO, Rafael. Art. 7º. Fundos de Investimento. Art. 1.368, C, D, E. In: NETO, Floriano Peixoto Marques. JÚNIOR, Otavio Luiz Rodrigues. LEONARDO, Rodrigo Xavier.

frações ideais do patrimônio do fundo de investimento. Nesse contexto, a comunhão de recursos captada pelo fundo de investimento de seus investidores, bem como os ativos, bens e direitos investidos pelo fundo de investimento, constituem patrimônio do fundo de investimento, tratando-se tal patrimônio de uma universalidade de direito<sup>24</sup> atribuída a um sujeito de direito despersonalizado, segundo KUGLER.<sup>25</sup>

É dizer: o fundo de investimento não possui personalidade jurídica, mas se trata de um sujeito de direito, sendo titular de um patrimônio composto de diversas relações jurídicas, e que é apartado do patrimônio individual dos seus cotistas. Os cotistas, por sua vez, não possuem direito de propriedade (ou copropriedade) sobre os ativos detidos pelo fundo, mas tão somente sobre as cotas emitidas pelo fundo em decorrência da subscrição e integralização de capital pelos cotistas. É esta divisão de esferas jurídicas que não permite, por exemplo, que os ativos detidos pelo fundo de investimento sirvam à satisfação de obrigações pessoais dos cotistas, racional que não se aplica às suas cotas, que podem ser objeto de constrições e de penhoras judiciais.<sup>26</sup>

As cotas do fundo de investimento possuem a natureza jurídica de valor mobiliário<sup>27</sup> e representam uma fração ideal do patrimônio do fundo de investimento. Daí porque o seu valor pode variar, a depender da flutuação do patrimônio líquido do fundo de investimento, o que pode implicar repercussões na responsabilidade do cotista, como a necessidade de realização de novos aportes em virtude do patrimônio líquido negativo do fundo de investimento, conforme será detalhado em seção adiante (seção 2.4).

Sob esta perspectiva, a constituição do “condomínio de natureza especial” (segundo elemento nuclear) diz respeito às frações ideais do patrimônio do fundo de investimento representadas pelas cotas emitidas e distribuídas por este, e possui caráter especial, uma vez que o regime jurídico comum do condomínio geral não se coaduna com o regime jurídico do fundo de investimento, conforme as razões já indicadas. O cotista é titular, neste caso, de uma

---

(Coords.). **Comentários à Lei de Liberdade Econômica: Lei nº 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. *E-book*.

<sup>24</sup> Nos termos do Art. 91 do Código Civil: “[c]onstitui universalidade de direito o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico”. De acordo com Paulo Lôbo, “a universalidade de direito não tem por objeto a reunião ou pluralidade de coisas singulares. Cuida do conjunto de relações jurídicas enfeixadas em uma pessoa, em razão de alguma circunstância relevante, que se apresenta com valor econômico unitário” (LÔBO, PAULO. **Direito Civil: Parte Geral**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 202). Exemplo clássico de universalidade de direito é o patrimônio, que, no caso do fundo de investimento, é constituído pelo complexo ativos, bens e direitos investidos.

<sup>25</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. pp. 55-63.

<sup>26</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. *Loc. Cit.*

<sup>27</sup> Vide Art. 2º, V, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

fração ideal de um patrimônio especial (patrimônio do fundo de investimento), o qual, por sua vez, “tem como objeto relações jurídicas sobre ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”.<sup>28</sup>

O reconhecimento da natureza de condomínio especial, portanto, resulta na inaplicabilidade das normas relativas ao condomínio geral, como o condomínio voluntário, o condomínio edilício e/ou o condomínio em lotes, conforme afastamento expresso previsto no Art. 1.368-C, § 1º, do Código Civil. Ademais, também implica na submissão do fundo de investimento a normas infralegais que venham a ser editadas pela Comissão de Valores Mobiliários, na forma do § 2º do Art. 1.368-C do Código Civil.<sup>29</sup>

O último elemento nuclear é a destinação dos recursos captados pelo fundo de investimento, a qual deve ser realizada, mandatoriamente, em ativos, bens e direitos de qualquer natureza, por força do Art. 1.368-C, *caput*, do Código Civil, *in fine*. As diferentes formas de composição do patrimônio do fundo resultam na classificação de diversas espécies de fundos de investimento, conforme será detalhado na seção subsequente (seção 2.2).

Por sua vez, a alocação dos recursos do fundo de investimento deve observar a política de investimento adotada para o respectivo fundo, conforme a sua classificação, sendo que a descaracterização da classe dos ativos investidos pelo fundo de investimento implica em sanções administrativas impostas pela CVM, e é considerada uma infração grave, nos termos do Art. 141 da Instrução CVM nº 555/2014.

Com efeito, o arcabouço legal e regulatório do fundo de investimento está previsto, com relação a normas gerais, pelos Arts. 1.368-C a 1.368-F do Código Civil e pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada. No entanto, a depender da estrutura do fundo de investimento, a este podem ser aplicadas normas legais e regulamentares especiais, sem prejuízo, obviamente, da observância às normas gerais estabelecidas nos Arts. 1.368-C a 1.368-F do Código Civil,<sup>30</sup> conforme aplicáveis.

Cabe destacar, por fim, que, em dezembro de 2022, a Comissão de Valores Mobiliários editou a Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, cujo objeto é a atualização das regras gerais aplicáveis aos fundos de investimento e a regulamentação das alterações

<sup>28</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. *Loc. Cit.*

<sup>29</sup> “Art. 1.368-C. 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.

§ 1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código.

§ 2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo. (...)”.

<sup>30</sup> “Art. 1.368-F. O fundo de investimento constituído por lei específica e regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários deverá, no que couber, seguir as disposições deste Capítulo.”

promovidas no Código Civil pela Lei nº 13.874/2019. A Resolução CVM nº 175/2022 revogará e substituirá, a partir de 3 de abril de 2023, diversas instruções normativas anteriormente publicadas pela CVM, incluindo a referida Instrução CVM nº 555/2014.<sup>31</sup>

Nesse sentido, o Art. 4º da Resolução CVM nº 175/2022 faz menção à natureza condominial especial e conceitua o fundo de investimento como “uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo”, para fins de compatibilização ao disposto nos Arts. 1.368-C a 1.368-F do Código Civil.

## 2.2 TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

O fundo de investimento pode realizar a distribuição das suas cotas em regime aberto ou fechado, a depender da possibilidade ou não de resgate por parte do cotista.<sup>32</sup> O resgate das cotas do fundo está previsto no Art. 37 da Instrução CVM nº 555/2014 e é a operação pela qual o cotista converte a sua cota em dinheiro, retirando-se do fundo, conforme os prazos e condições estabelecidos no regulamento. Ou seja: realiza-se a liquidação da cota do cotista, pelo que ele se retira do fundo de investimento e recebe o valor equivalente à cotação da sua cota na data de conversão.

O regime aberto, previsto nos Arts. 18 e 19 da Instrução CVM nº 555/2014, é aquele em que se permite o livre resgate de cotas pelos cotistas, na forma estabelecida no regulamento do fundo de investimento. No fundo de regime fechado, veda-se o resgate de cotas por parte do cotista antes de encerrado o prazo de duração do fundo de investimento. Contudo, pode o cotista do fundo fechado realizar a alienação da sua cota no mercado secundário (*i. e.*, mediante a cessão e transferência a terceiro ou por meio da negociação em mercado organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação).<sup>33</sup> Conforme sintetiza YAZBEK: “nos fundos abertos, a saída se dá pelo resgate, nos fechados o investidor tem a possibilidade de alienação das cotas [...] e a de aguardar a liquidação do fundo”.<sup>34</sup>

A composição da carteira dos fundos de investimento pode ser classificada de diversas formas, sendo dividida pelo Art. 108 da Instrução CVM nº 555/2014 em quatro grandes grupos:

<sup>31</sup> Vide Arts. 140, *caput*, e 141, XXIV, ambos da Resolução nº 175/2022.

<sup>32</sup> Vide Art. 4º, *caput*, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>33</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 63.

<sup>34</sup> YAZBEK, Otávio. Limites do modelo de private equity no Brasil: o caso dos regimes de resgate, amortização e pagamento de dividendos. *In*: HANSZMANN, Felipe. (Org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**. Vol. I. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 373.

(i) renda fixa; (ii) ações; (iii) multimercado; e (iv) cambial. A respeito desta classificação, NASCIMENTO resume as diferentes subdivisões dos ativos que compõem a carteira dos fundos de investimento de acordo com o fator de risco atrelado à cada classe de ativos:

Os fundos de renda fixa são aqueles que possuem como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos. Os fundos de ações são aqueles que possuem como principal fator de risco a variação de preços de ações que são admitidas à negociação no mercado. Os fundos multimercado possuem diversos fatores de risco, não se comprometendo em se concentrar em algum fator especial. Por fim, os fundos cambiais são aqueles que detêm como fator de risco a variação de preços de moedas estrangeiras ou a variação do cupom cambial.<sup>35</sup>

Existem, ainda, fundos de investimento cuja regulação se dá por outras instruções editadas e publicadas pela CVM, como os fundos de investimento em direitos creditórios,<sup>36</sup> regulados pela Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, os fundos de investimento imobiliários,<sup>37</sup> regulados pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, e os fundos de investimento em participações,<sup>38</sup> regulados pela Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, dentre outros.

### 2.3 CONSTITUIÇÃO E REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO

A constituição do fundo de investimento se dá por deliberação do administrador, incumbindo-lhe aprovar, no mesmo ato da deliberação, o regulamento do fundo.<sup>39</sup> Trata-se de ato exclusivo do administrador do fundo de investimento, não havendo participação, neste momento, dos cotistas, ao contrário do que ocorre, por exemplo, na subscrição particular de

<sup>35</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Assembleias Digitais e Voto à Distância em Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 94, pp. 83-115, 2021. Disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad82d9a000001869b0390a4f641c76d&docguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&hitguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&spos=1&epos=1&td=393&context=16&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=true&isFromMultiSumm=true&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>36</sup> Consideram-se “direitos creditórios” 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 CVM nº 356/2001 (Art. 2º, I, da Instrução CVM nº 356/2001).

<sup>37</sup> De acordo com o Art. 2º, *caput*, da Instrução CVM nº 472/2008: “O FII é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”.

<sup>38</sup> Conforme o Art. 5º, *caput*, da Instrução CVM nº 578/2016: “O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à 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”.

<sup>39</sup> Vide Art. 6º da Instrução CVM nº 555/2014.

ações de uma sociedade anônima, na qual os subscritores (fundadores) deliberam a constituição da companhia em assembleia geral.<sup>40</sup>

Tem-se, portanto, que o ato de constituição do fundo de investimento é de suma importância para a instituição e execução do regime jurídico proposto pelo administrador do fundo, em caráter exclusivo, de modo que os cotistas, ao ingressarem no fundo, aderem às regras estabelecidas pelo administrador e a elas ficam submetidos. Nesse contexto, segundo EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES, a relação entre os cotistas seria irrelevante para a constituição e funcionamento do fundo de investimento, inexistindo relação contratual entre eles, na medida em que os cotistas apenas manifestariam a sua adesão ao regulamento do fundo, no momento da subscrição ou compra das cotas, vinculando-se, assim, ao regramento estabelecido por seu administrador.<sup>41</sup> Ainda, de acordo com KUGLER, desde a sua concepção, o fundo de investimento estaria “umbilicalmente ligado ao seu administrador”, haja vista que é o administrador quem elabora e aprova o regulamento do fundo, definindo a sua política de investimento, público-alvo e demais características.<sup>42</sup>

Por sua vez, o regulamento se trata da “regra do jogo” do fundo de investimento. É o instrumento que estabelece detalhadamente todas as regras de funcionamento do fundo, estando “para o fundo de investimento como o estatuto social está para uma companhia”, segundo NETO.<sup>43</sup> O conteúdo obrigatório do regulamento do fundo está previsto no Art. 44 da Instrução CVM nº 555/2014. Ressalta-se, nesse sentido, a síntese realizada por PAVIA a respeito do conteúdo essencial do regulamento do fundo de investimento:

“O regulamento possui todas as características do fundo, dentre as quais a qualificação dos prestadores de serviço do fundo, as taxas e despesas cobradas do fundo, as condições de aplicação e resgate, o seu público-alvo, as políticas de investimento, a identificação dos riscos assumidos pelo fundo, a forma de comunicação que será utilizada pelo administrador com os cotistas e eventual distribuição de resultados”.<sup>44</sup>

Elemento de suma importância do regulamento é a política de investimento do fundo. Por meio dela, define-se a caracterização da categoria do fundo, nos termos do Art. 44, VI, c/c Art. 108, ambos da Instrução CVM nº 555/2014, o que baliza as alçadas de atuação da

<sup>40</sup> Art. 88, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

<sup>41</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. rev. amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 83.

<sup>42</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 68.

<sup>43</sup> MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista no fundo de investimento em participações**. 2015. 147f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, 2015. Rio de Janeiro. p. 39.

<sup>44</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 92.

administração (ou do gestor, conforme o caso) para fins de investimento dos recursos captados pelos cotistas. A inobservância da política de investimento é razão, inclusive, para a responsabilização dos prestadores de serviço essenciais<sup>45</sup> do fundo de investimento, conforme será explicado na seção que segue.

Mediante a deliberação pela constituição do fundo de investimento, bem como pela aprovação do seu regulamento, deve o administrador submeter um pedido de registro do fundo de investimento perante a Comissão de Valores Mobiliários, o qual deverá ser instruído, dentre outras informações e documentos, do regulamento do fundo, do nome do seu auditor independente, da inscrição do fundo perante o Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ) e da lâmina de informações essenciais a respeito das características do fundo.<sup>46</sup> A concessão do registro pela CVM é condição suficiente para garantir a publicidade do regulamento do fundo e a sua oponibilidade perante terceiros,<sup>47</sup> sendo desnecessário o seu registro perante um Registro de Títulos e Documentos, conforme outrora se exigira.<sup>48</sup>

## 2.4 REGIMES DE RESPONSABILIDADE DO COTISTA

A seguir, serão abordados o regime jurídico de responsabilidade ilimitada do cotista do fundo de investimento (seção 2.4.1) e as alterações promovidas em tal regime pela Lei nº 13.784/2019 e pela Resolução CVM nº 175/2022, mediante a inauguração da possibilidade de adoção do regime de responsabilidade limitada no fundo de investimento (seção 2.4.2).

### 2.4.1 A Responsabilidade Ilimitada do Cotista

Conforme explicado na seção 2.1, o fundo de investimento é definido como uma comunhão de recursos de natureza condominial especial, não possuindo personalidade jurídica própria. Nesse contexto, ao subscrever ou adquirir cotas de um fundo de investimento, o cotista assume o risco de variação do valor das cotas, conforme a flutuação do patrimônio líquido do fundo.<sup>49</sup> Assim sendo, na hipótese de o patrimônio líquido ser negativo, pode o cotista ser

<sup>45</sup> Utiliza-se a expressão “prestadores de serviço essenciais” neste trabalho com o fito de fazer menção ao administrador e ao gestor do fundo de investimentos, conforme a definição estabelecida no Art. 3º, XXX, da nova Resolução CVM nº 175/2022.

<sup>46</sup> Conforme o Art. 8º, I a VII, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>47</sup> Art. 1.368-C, § 3º, do Código Civil, introduzido pela Lei nº 13.874/2019.

<sup>48</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 70.

<sup>49</sup> Naturalmente, a variação do valor do patrimônio líquido do fundo de investimento está atrelada à variação do valor dos ativos investidos pelo fundo, que ora poderão valorizar, ora poderão desvalorizar. Justamente em razão disso, o cotista deve, ao ingressar no fundo de investimento, atestar, por meio da formalização de termo de

responsabilizado, não havendo limitação de responsabilidade do cotista ao valor de emissão da cota, como ocorreria no caso de subscrição de quotas de uma sociedade limitada<sup>50</sup> ou de ações de uma sociedade anônima,<sup>51</sup> por exemplo.<sup>52</sup>

Nesse diapasão, dispõe o Art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014 o seguinte:

Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.

Conforme o referido artigo, o cotista é quem, regra geral, responde com o seu patrimônio pelo patrimônio líquido negativo do fundo. Caracterizando-se a situação de patrimônio líquido negativo, os cotistas serão chamados a aportar novos recursos ao fundo, como forma de restabelecimento do patrimônio líquido positivo do fundo.<sup>53</sup> Nada obsta, todavia, a responsabilização em paralelo dos administradores do fundo no caso de inobservância: (i) da política de investimento adotada para o fundo (que é instituída pela própria administração, ao criar o regulamento do fundo) ou (ii) dos limites de concentração de investimentos nos ativos pertencentes à categoria da qual o fundo faz parte.

Por estas razões, o administrador possui um dever de informação acentuado para com o cotista do fundo, sendo tal dever chamado por alguns doutrinadores como “princípio do *full disclosure*”.<sup>54</sup> Exemplos de concretização desse dever são as obrigações do administrador de informar ao cotista em periodicidade mensal ou outra fixada no regulamento o saldo e o valor das cotas no período de apuração, bem como a movimentação ocorrida no mês (Art. 56, I, da

---

adesão, que tem ciência dos fatores de risco relativos ao fundo, bem como que não há qualquer garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam vir a ser incorridas pelo fundo e que as perdas do fundo podem ser superiores ao capital aplicado, ensejando a obrigação de aporte de recursos adicionais pelo cotista para fins de cobertura do prejuízo do fundo (Art. 25, II, da Instrução CVM nº 555/2014).

<sup>50</sup> Vide Art. 1.052, *caput*, do Código Civil.

<sup>51</sup> Vide Art. 1º da Lei nº 6.404/1976.

<sup>52</sup> A título de exemplo, cogita-se a possibilidade de o patrimônio líquido do fundo de investimento vir a ser negativo em decorrência de alavancagem excessiva por parte do gestor, em um cenário em que os investimentos realizados não performem conforme o esperado e as perdas do fundo superem o capital investido. Este caso foi verificado no Brasil, em 2011, quando os cotistas dos fundos geridos pela gestora GWI Private foram convocados a realizar aportes financeiros para cobrir as perdas no mercado de ações incorridas pelos fundos (COSTA, Ana Clara. GWI convoca cotistas a fazer novos aportes em fundo. **Revista Veja**. São Paulo: 17 de agosto de 2011. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/gwi-convoca-cotistas-a-fazer-novos-aportes-em-fundo/>. Acesso em 27 de janeiro de 2023). Outras hipóteses poderiam advir da necessidade de dispêndio de recursos pelo fundo para fins de atender a muitos pedidos de liquidação de cotas simultâneos, no caso de fundos abertos, ou a determinações judiciais relevantes, como para o pagamento de perdas e danos e de penalidades por parte de um fundo de investimento imobiliário, em razão de passivos ambientais deflagrados no âmbito de imóveis de sua propriedade.

<sup>53</sup> MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista no fundo de investimento em participações**. 2015. 147f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, 2015. Rio de Janeiro. p. 42.

<sup>54</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 94.



Instrução CVM nº 555/2014), assim como qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos integrantes da sua carteira, sendo considerado como fato relevante qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter as cotas do fundo (Art. 60, *caput* e § 1º, da Instrução CVM nº 555/2014).

#### 2.4.2 A Responsabilidade Limitada do Cotista

A partir da entrada em vigor da Lei nº 13.874/2019 e das alterações promovidas por esta no Código Civil, passou-se a se admitir a inclusão, no regulamento do fundo de investimento, da previsão de limitação da responsabilidade do cotista ao valor de suas cotas, nos termos do Art. 1.368-D, *caput* e I, do Código Civil.<sup>55</sup> Para a hipótese de fundos de investimento já constituídos, admite-se a mudança do regime de responsabilidade do cotista por meio da alteração do regulamento, com eficácia *ex nunc* a partir da mudança do regulamento (Art. 1.368-D, § 1º, do Código Civil).

Cabe mencionar que a regulamentação do disposto no Art. 1.368-D do Código Civil será feita por meio da Resolução CVM nº 175/2022, já publicada e que entrará em vigor a partir de 3 de abril de 2023, sendo que, até então, a questão da limitação de responsabilidade do cotista pendia de regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários. Prevê o Art. 18, *caput* e parágrafo único, da referida Resolução, o seguinte:

Art. 18. O regulamento pode prever que a responsabilidade do cotista é limitada ao valor por ele subscrito.

Parágrafo único. Caso o regulamento não limite a responsabilidade do cotista, os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo, sem prejuízo da responsabilidade do prestador de serviço pelos prejuízos que causar quando proceder com dolo ou má-fé.

A Resolução CVM nº 175/2022 inovará na regulamentação da disciplina, estabelecendo procedimentos de comunicação, plano de resolução e possibilidades a serem adotadas pelo fundo de investimento. Nesse contexto, dispõe a referida Resolução que, à medida que se tenha um fundo de investimento com classe de cotas de responsabilidade limitada no qual o administrador verifique a existência de patrimônio líquido negativo, o administrador deverá, de imediato, adotar as seguintes providências: (i) fechar a classe de cotas para resgates e não

<sup>55</sup> Cabe destacar que tal previsão de limitação de responsabilidade já estava prevista para os fundos de investimento imobiliário, nos termos do Art. 13, II, da Lei nº 8.668/1993, sendo a sua aplicação restrita a esta categoria de fundos de investimento (VIO, Daniel de Avila. Fundos de Investimento. *In*: FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da Cunha. PICELLI, Roberto Ricomini. MACIEL, Renata Mota. (Coords.). **Lei da Liberdade Econômica – Anotada**. Vol 2. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 308).

realizar amortizações; (ii) não realizar novas subscrições de cotas; (iii) comunicar a situação ao gestor (se houver); (iv) divulgar fato relevante; e (v) cancelar os pedidos de resgate pendentes de conversão.<sup>56</sup>

Somado a isso, em até vinte dias, o administrador deverá: (i) elaborar um plano de resolução do patrimônio líquido negativo em conjunto com o gestor, contendo todas as informações necessárias; e (ii) convocar assembleia de cotistas para deliberar a respeito do plano elaborado. Existe uma exceção, contudo, por critério do administrador e do gestor, caso seja considerado que a ocorrência do patrimônio líquido negativo não represente risco à solvência da classe de cotas em questão, hipótese em que a adoção de tais medidas será facultativa.<sup>57</sup>

Realizar-se-á, então, a assembleia de cotistas para deliberação a respeito do plano de resolução do patrimônio líquido negativo. Em não sendo aprovado o plano, os cotistas deverão adotar uma das seguintes deliberações: (i) cobrir o patrimônio líquido negativo, mediante aporte de recursos próprios ou de terceiros; (ii) realizar a cisão, fusão ou incorporação da classe de cotas com patrimônio negativo em questão do fundo; (iii) resolver pela liquidação do fundo (ou da classe de cotas em questão); ou (iv) determinar que o administrador ingresse com pedido de declaração de insolvência civil do fundo (ou da classe de cotas em questão), tudo nos termos do Art. 122, § 4º, da Resolução CVM nº 175/2022. Trata-se de mecanismo inovador criado pela Comissão de Valores Mobiliários, cuja eficiência será colocada a prova a partir da entrada em vigor da Resolução CVM nº 175/2022.

## 2.5 ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO

Na presente seção, serão abordados os traços mais característicos dos principais prestadores de serviço dos fundos de investimento (*i. e.* do administrador e do gestor). Na subseção 2.5.1, tratar-se-á da administração do fundo de investimento e, na subseção 2.5.2, da sua gestão. Após, serão sucintamente apresentadas as principais formas de remuneração dos prestadores de serviço nos fundos de investimento (subseção 2.5.3) e, por fim, serão tratadas as modificações mais relevantes promovidas pela Resolução CVM nº 175/2022 para o regime dos administradores e gestores dos fundos de investimento (subseção 2.5.4).

A título de registro, aponta-se a existência, bem como a importância, de diversos outros prestadores de serviços que estão, ou podem estar, presentes no dia a dia dos fundos de

<sup>56</sup> Vide Art. 122, I, da Resolução CVM nº 175/2022.

<sup>57</sup> Vide Art. 122, II e § 1º, da Resolução CVM nº 175/2022.

investimento, como distribuidores, custodiantes, escrituradores, auditores, dentre outros,<sup>58</sup> os quais não serão abordados nesta pesquisa, todavia, por uma delimitação metodológica.

### 2.5.1 Administração do Fundo de Investimento

Nos termos do Art. 78, *caput*, da Instrução CVM nº 555/2014, a administração do fundo de investimento compreende o “conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo”, podendo o administrador realizá-los, por si ou por meio da contratação de terceiros, em nome do fundo. Somente podem exercer a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM.<sup>59</sup>

O administrador tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo de investimento, incluindo poderes de representação, sendo também responsável pela interlocução e prestação de informações ao órgão regulador do mercado de capitais, conforme prevê o Art. 80 da Instrução CVM nº 555/2014. Sustenta KUGLER que, em virtude de tais poderes outorgados ao administrador, é comum que este seja o foco normativo por parte de agências reguladoras,<sup>60</sup> o que, naturalmente, implica na imposição de maior fiscalização e de deveres de divulgação de informações aos cotistas, ao mercado e ao próprio órgão regulador.

Conforme referido, autoriza-se ao administrador a contratação, em nome do fundo, de terceiros para fins do exercício de serviços como a gestão da carteira de investimentos, distribuição de cotas, custódia de ativos financeiros, consultoria de investimentos, dentre outros.<sup>61</sup> Tais serviços devem ser executados por prestadores devidamente habilitados e autorizados, na forma da regulamentação aplicável.

Nada obstante, a Comissão de Valores Mobiliários condiciona a contratação de terceiros pelo administrador, em nome do fundo, à existência de cláusula de solidariedade do administrador com relação aos prestadores de serviços encarregados das atividades de gestão, tesouraria e escrituração. O administrador e os prestadores de serviços mencionados são, portanto, solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.<sup>62</sup>

<sup>58</sup> Para maiores informações a respeito dos agentes participantes da indústria dos fundos de investimento, ver PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. pp. 109-158.

<sup>59</sup> Vide Art. 78, § 1º, da Instrução CVM nº 555/2014, assim como Art. 23 da Lei nº 6.385/1976.

<sup>60</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 122.

<sup>61</sup> Para análise completa das hipóteses de contratação de serviços para o fundo, ver Art. 78, § 2º, I a VIII, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>62</sup> Vide Art. 79, § 2º, da Instrução CVM nº 555/2014.

Perante a CVM, o administrador e os prestadores de serviço respondem somente na esfera das suas respectivas competências (Art. 79, § 4º, da Instrução CVM nº 555/2014). Ainda, o administrador possui o dever de fiscalização dos prestadores de serviço por ele contratados em nome do fundo.<sup>63</sup> Com relação à responsabilidade do administrador, este responde perante os cotistas e o fundo por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, quando violar a lei, o regulamento do fundo ou à regulamentação expedida pela agência reguladora (Art. 79, § 3º, da Instrução CVM nº 555/2014).

O administrador não possui mandato fixo para o exercício da sua atividade no fundo de investimento, sendo possível a sua manutenção na condição de administrador durante todo o prazo de duração do fundo. As hipóteses de substituição do administrador, conforme previstas na regulamentação, são as seguintes: (i) destituição pela assembleia geral de cotistas; (ii) se houver o seu descredenciamento para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, por decisão da CVM; ou (iii) no caso de renúncia.<sup>64</sup>

Dentre as principais obrigações do administrador, PAVIA faz o destaque para as que seguem:

(...) (i) elaboração e prestação de informações, tanto à CVM e à Anbima quanto aos cotistas e ao mercado como um todo (*disclosure*); (ii) contratação de prestadores de serviço, em nome do fundo, exceto intermediários (corretoras), cuja responsabilidade é do gestor; e (iii) fiscalização dos prestadores de serviço contratados.<sup>65</sup>

Em virtude do disposto no Art. 92 da Instrução CVM nº 555/2014, o administrador e o gestor (cada qual na sua respectiva esfera de atuação) estão, ainda, obrigados a adotar uma série de normas de conduta estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários, das quais decorrem certos deveres. Sublinha-se, nesse aspecto, o dever de lealdade do administrador e do gestor com relação ao cotista e ao fundo, pelo qual se estabelece a obrigação de evitar qualquer prática que possa violar a relação fiduciária estabelecida entre eles, e se imputa a responsabilização pela sua violação por parte do administrador e/ou do gestor.<sup>66</sup>

<sup>63</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. rev. amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. pp. 85-86.

<sup>64</sup> Vide Art. 93, I a III, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>65</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 115. Para uma análise aprofundada das obrigações do administrador do fundo de investimento, ver páginas 115-116, nota de rodapé 21.

<sup>66</sup> Art. 92, I, da Instrução CVM nº 555/2014, *in fine*.

### 2.5.2 Gestão do Fundo de Investimento

Sob a perspectiva regulatória atual, a atividade de gestão da carteira de investimento pode ou não ser delegada a terceiros, pelo administrador, conforme se interpreta da redação do Art. 78, § 2º, I, da Instrução CVM nº 555/2014.<sup>67</sup> A referida atividade diz respeito à gestão profissional da carteira do fundo, que pode ser desempenhada por pessoa natural ou jurídica registrada perante a CVM.

O gestor do fundo possui poderes para negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade. Ademais, também é competente para exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.<sup>68</sup>

Dessa forma, havendo gestão do fundo de investimento segregada da sua administração, os poderes de representação do fundo são divididos entre o administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de competência. Conforme aponta NETO, “é a atividade de gestão que consiste no grande diferencial do fundo, pois é por meio da estratégia de investimento empregada pelo gestor que o fundo obtém valorização do seu patrimônio”, razão pela qual, na maioria das vezes, tal atividade incumbiria à pessoa diversa do administrador.<sup>69</sup> No mesmo sentido é a lição de PAVIA, para quem a rentabilidade auferida pelos cotistas decorreria, em grande medida, das decisões tomadas pelo gestor do fundo.<sup>70</sup>

<sup>67</sup> “Art. 78. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo. (...)”

§ 2º O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados:

I – gestão da carteira do fundo; (...).”

<sup>68</sup> Art. 78, § 3º, I e II, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>69</sup> MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista no fundo de investimento em participações**. 2015. 147f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, 2015. Rio de Janeiro. p. 47.

<sup>70</sup> O autor, inclusive, vai além, e argumenta que, por ser o gestor o grande responsável por efetivamente tomar as decisões de investimento e desinvestimento do fundo, ele seria o responsável pela performance do fundo. Em conclusão, afirma que o gestor seria “o verdadeiro coração do fundo de investimento”. PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. pp. 122-133.

A atuação do gestor deve ser subordinada ao disposto na política de voto definida para o fundo e estabelecida em seu regulamento, bem como aos limites de alocação/concentração de recursos em ativos fixados para a categoria à qual pertence o fundo, sendo responsável em conjunto com o administrador pela inobservância dos limites de composição e concentração da carteira de investimentos, conforme previstos no regulamento e nas normas infralegais aplicáveis.<sup>71-72</sup> Também se submete o gestor às normas de conduta dispostas no Art. 92 da Instrução CVM nº 555/2014, conforme referido na subseção 2.5.1.

Por fim, importa mencionar a viabilidade da criação de conselhos consultivos ou comitês de investimento, para fins de realização de análises e relatórios, bem como apresentação de sugestões, ao gestor do fundo de investimento. Em todo caso, a competência para a tomada de decisão de investimentos e/ou desinvestimentos, assim como para o exercício do direito de voto, será sempre do gestor, não sendo as sugestões apresentadas pelos conselhos ou comitês vinculantes em relação ao gestor. Daí porque a existência de tais conselhos ou comitês não exime o gestor da responsabilidade sobre as operações da carteira do fundo, nos termos do Art. 84, § 2º, da Instrução CVM nº 555/2014, o que reforça o seu protagonismo na tomada de decisões no fundo de investimento.

### 2.5.3 Remuneração dos Administradores e Gestores

A remuneração da administração do fundo de investimento se dá, sobretudo, de duas formas, que podem ou não coexistir: a taxa de remuneração e a taxa de performance. Segundo RIBEIRO, a taxa de administração é o valor cobrado para remunerar todos os prestadores de serviço do fundo (incluindo o administrador) e custear as suas despesas, devendo ser expressa em um percentual fixo anual, incidente sobre o patrimônio líquido do fundo,<sup>73</sup> com base em 252 (duzentos e cinquenta e dois) dias.<sup>74</sup>

Já a taxa de performance tem por objeto, em teoria, o alinhamento dos interesses entre administração, gestão, fundo e cotistas. Trata-se de uma taxa cobrada do fundo quando a sua rentabilidade supera determinado indicador de rentabilidade do mercado (*benchmark*), sendo cobrada de forma percentual sobre o excedente de rentabilidade que ultrapassar o *benchmark* a

<sup>71</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. Cit.* pp. 122-123.

<sup>72</sup> Art. 104, § 2º, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>73</sup> RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Conflitos de Interesse nos Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 58.

<sup>74</sup> Art. 44, VII, da Instrução CVM nº 555/2014.

ela atrelado, após a dedução de todas as despesas do fundo.<sup>75</sup> Portanto, pode-se afirmar que é estabelecida sob uma premissa mutualística ou *win-win*,<sup>76</sup> de modo a vincular a administração e gestão do fundo ao objetivo de investimento perquirido pelo fundo.

De toda forma, a cobrança da taxa de performance não pode ser feita de modo indiscriminado. Por uma questão de transparência, existem critérios estabelecidos pela Comissão de Valores Mobiliários que servem de parâmetro para a cobrança da taxa de performance do fundo, tais como a vinculação de sua cobrança a um índice de referência verificável e originado por fonte independente, vedação da sua vinculação a percentuais inferiores a 100% (cem por cento) do índice de referência e limitação da cobrança a um período – no mínimo – semestral, conforme prevê o Art. 86, § 1º, I a IV, da Instrução CVM nº 555/2014.

#### 2.5.4 Apontamentos sobre a Resolução CVM nº 175/2022

Antes de se abordar propriamente as alterações mais relevantes promovidas pela Resolução CVM nº 175/2022 com relação à administração e à gestão do fundo de investimento, cabe fazer menção ao regime jurídico do fundo de investimento instituído no Código Civil pela Lei nº 13.874/2019. Essa introdução se faz importante na medida em que tal regime jurídico é o objeto de regulamentação da Resolução CVM nº 175/2022.

Em primeiro lugar, destaca-se a possibilidade de inclusão, no regulamento do fundo, da limitação de responsabilidade dos seus prestadores de serviço, perante o fundo, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade, bem como os parâmetros para a aferição da responsabilidade.<sup>77-78</sup> Constata-se, portanto, que o legislador afastou a possibilidade de responsabilização solidária dos prestadores de serviço do fundo perante os cotistas, o que, até então, vinha sendo imposto pela Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do já mencionado Art. 79, § 2º, da Instrução CVM nº 555/2014. O texto legal não deixa margem para

<sup>75</sup> RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. *Op. Cit.* p. 63.

<sup>76</sup> Ou seja, situação em que há vantagens mútuas entre a administração (incluindo o gestor) e o fundo e os cotistas.

<sup>77</sup> Art. 1.368-D, II, do Código Civil.

<sup>78</sup> Conforme o § 2º do mesmo artigo, verifica-se que o legislador enfatizou a obrigação de meio (e não de resultado) dos prestadores de serviço do fundo, ao estabelecer que a “avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços”. Giza-se que, mesmo antes da introdução do Art. 1.368-D, § 2º, no Código Civil, a CVM já se posicionava no sentido de afirmar a obrigação de meio dos prestadores de serviço do fundo de investimento. Para mais informações, verificar o voto do Diretor Relator Pablo Renteria no PAS CVM nº RJ2015/12087, disponível em [https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180724\\_PAS\\_RJ201512087.html](https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2018/20180724_PAS_RJ201512087.html). (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador RJ2015/12087**. Partes: BNY Administração de Ativos Ltda., BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira. Dir. Rel. Pablo Renteria. Julgado em 24 de julho de 2018).

que a CVM continue a impor a cláusula de solidariedade na contratação de prestadores de serviço no fundo de investimento.<sup>79</sup>

Em segundo lugar, o Art. 1.368-E, *caput*, introduzido no Código Civil, estabeleceu a imputação e responsabilidade direta do fundo de investimento às obrigações legais e contratuais por ele assumidas, não respondendo os prestadores de serviço por essas obrigações, mas tão somente pelos prejuízos que causarem mediante dolo ou má-fé. A esse respeito, esclarece VIO que o artigo em comento apenas permite o redirecionamento de obrigações do fundo contra os seus prestadores de serviço quando estes atuarem com dolo ou má-fé, mas em nada afeta ou restringe a responsabilidade dos prestadores de serviço perante os cotistas, inclusive na modalidade culposa.<sup>80</sup>

A Resolução CVM nº 175/2022 caracterizou o administrador e o gestor como “prestadores de serviço essenciais” do fundo de investimento (Art. 3º, XXX, da Resolução CVM nº 175/2022). A ênfase da relevância do gestor, dada pela agência regulatória, é constatada já na forma de constituição do fundo: sob a nova sistemática, o fundo de investimento deve ser constituído por deliberação conjunta do administrador e do gestor, incumbindo-lhes aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo.<sup>81</sup> Com relação ao ato de aprovação do regulamento, e à luz do disposto no Art. 1.368-D, II, do Código Civil, é improvável que os prestadores de serviço essenciais não se preocupem em limitar a responsabilidade dos prestadores de serviços do fundo, quando da constituição de um novo fundo.

Nesse caminhar, também vale realçar que a Resolução CVM nº 175/2022 atribuiu funções, responsabilidades e obrigações ao gestor, que, no arcabouço regulatório anterior, permaneciam sob a esfera de atuação do administrador, de forma isolada ou conjunta com o gestor. Exemplos são a possibilidade de contratação de terceiros devidamente habilitados e autorizados pela CVM para prestarem serviços de distribuição de cotas, consultoria de investimentos, classificação de risco, dentre outros;<sup>82</sup> assim como a observância dos limites de composição e concentração da carteira e de concentração em fatores de risco do fundo.<sup>83</sup>

Com relação ao regime de responsabilidade dos prestadores de serviço essenciais, a Resolução CVM nº 175/2022 manteve a regra geral de responsabilização, perante a CVM, dos

<sup>79</sup> VIO, Daniel de Avila. Fundos de Investimento. In: FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da Cunha. PICELLI, Roberto Ricomini. MACIEL, Renata Mota. (Coords.). **Lei da Liberdade Econômica – Anotada**. Vol 2. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 309-310.

<sup>80</sup> VIO, Daniel de Avila. *Op. Cit.* p. 311.

<sup>81</sup> Art. 7º da Resolução CVM nº 175/2022.

<sup>82</sup> Art. 85, I a VI, da Resolução CVM nº 175/2022.

<sup>83</sup> Art. 89, *caput*, da Resolução CVM nº 175/2022.



prestadores de serviço do fundo (essenciais ou não), nas suas respectivas esferas de atuação, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento e/ou à regulamentação, e incluiu a necessidade de observância aos parâmetros de aferição da responsabilidade dos prestadores de serviço do fundo previstos no regulamento, em linha com o disposto no Art. 1.368-D, II, do Código Civil.<sup>84</sup> Por fim, em observância ao mesmo dispositivo, a CVM suprimiu da Resolução CVM nº 175/2022 a obrigatoriedade anteriormente exigida de inclusão de cláusula de solidariedade entre prestadores de serviço para a sua contratação pelo fundo.

## 2.6 ASSEMBLEIAS DE COTISTAS E DELIBERAÇÕES EXTERNAS

Nesta subseção, serão abordadas as características gerais das assembleias de cotistas, por meio das quais são deliberados os assuntos que importam à estrutura interna e ao plano de negócios do fundo de investimento, o que será feito na subseção 2.6.1. Na sequência, a seção 2.6.2 explorará as deliberações relacionadas ao exercício de voto decorrente dos ativos, bens e direitos detidos pelo fundo de investimento, sendo, portanto, “deliberações externas” (*i. e.* deliberações do fundo de investimento para com terceiros, como companhias e sociedades investidas).

### 2.6.1 Assembleias de Cotistas

A assembleia geral de cotistas é o *locus* de deliberação dos cotistas de um fundo de investimento, sendo a instância última da tomada de decisões e tendo os poderes necessários para promover as alterações mais significantes na estrutura do fundo. Estabelece-se, no Art. 66, I a VIII, da Instrução CVM nº 555/2014,<sup>85</sup> a competência privativa<sup>86</sup> de deliberação da

<sup>84</sup> “Art. 81. Os prestadores de serviços essenciais e demais prestadores de serviços do fundo respondem perante a CVM, nas suas respectivas esferas de atuação, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou à regulamentação vigente, sem prejuízo do exercício do dever de fiscalizar, nas hipóteses expressamente previstas nesta Resolução, bem como naquelas eventualmente previstas no regulamento. Parágrafo único. A aferição de responsabilidades dos prestadores de serviços tem como parâmetros as obrigações previstas nesta Resolução e em regulamentações específicas, assim como aquelas previstas no regulamento e no respectivo contrato de prestação de serviços.”

<sup>85</sup> “Art. 66. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: I – as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador; II – a substituição do administrador, gestor ou custodiante do fundo; III – a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo; IV – o aumento da taxa de administração, da taxa de performance ou das taxas máximas de custódia; V – a alteração da política de investimento do fundo; VI – a emissão de novas cotas, no fundo fechado; VII – a amortização e o resgate compulsório de cotas, caso não estejam previstos no regulamento; e VIII – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 47.”

<sup>86</sup> Em sendo privativa, inadmite-se a sua delegação, inclusive para outras instâncias porventura existentes no fundo de investimento e/ou a prestadores de serviço do fundo. Nesse sentido, ver COMPARATO, Fábio Konder;

assembleia geral sobre determinadas matérias, dentre as quais se destacam: (i) a aprovação das deliberações contábeis apresentadas pela administração, (ii) a substituição do administrador ou do gestor, (iii) a alteração da política de investimento do fundo e (iv) a alteração do regulamento do fundo.<sup>87</sup> Adicionalmente, conforme já referido, a partir da entrada em vigor da Resolução CVM nº 175/2022, terá a assembleia competência para deliberar sobre o plano de resolução do patrimônio líquido negativo do fundo de investimento.

De forma semelhante ao que ocorre no direito societário, anualmente, nos primeiros cento e vinte dias a contar do encerramento de cada exercício social, deve a assembleia geral de cotistas deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo, conforme determina o Art. 68, *caput*, da Instrução CVM nº 555/2014. Relata NASCIMENTO que, diante do alto índice de absenteísmo nas assembleias gerais de cotistas e da ampla margem de autonomia conferida ao regulamento do fundo, verifica-se a existência de regulamentos de fundos de investimento que preveem a aprovação automática das demonstrações financeiras do fundo na hipótese de não instalação da assembleia pelo não comparecimento dos cotistas, desde que não existam ressalvas dos auditores independentes,<sup>88</sup> o que reflete o disposto no Art. 74 da Instrução CVM nº 555/2014.<sup>89</sup>

O quórum de instalação da assembleia geral de cotistas é a presença de qualquer número de cotistas (Art. 70 da Instrução CVM nº 555/2014). Dessa forma, é possível a instalação da assembleia com apenas um cotista. Ao administrador incumbe o envio da convocação para assembleia aos cotistas, com antecedência mínima de dez dias, bem como a disponibilização do anúncio de convocação na página do administrador na *internet*, podendo também ser realizada mediante publicação de edital de convocação em jornal de grande circulação utilizado pelo fundo.<sup>90</sup>

---

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Ed. rev. e atual. Rio de Janeiro, Ed. Forense, 2014. p. 26.

<sup>87</sup> A esse respeito, cabe salientar que a regulação administrativa faculta a alteração do regulamento do fundo pelo administrador, independentemente de assembleia geral de cotistas, nas hipóteses previstas no Art. 47, I a III, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>88</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Assembleias Digitais e Voto à Distância em Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 94, pp. 83-115, 2021. Disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad82d9a000001869b0390a4f641c76d&docguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&hitguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&spos=1&epos=1&td=393&context=16&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=true&isFromMultiSumm=true&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>89</sup> “Art. 74. As demonstrações contábeis do fundo cujo relatório de auditoria não contiver opinião modificada podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a assembleia correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de quaisquer investidores.”

<sup>90</sup> Art. 67, *caput* e § 1º, da Instrução CVM nº 555/2014.

Por sua vez, o quórum de deliberação das matérias de competência da assembleia geral é o de maioria simples, ou seja, a maioria dos votos dos cotistas presentes na assembleia, cabendo a cada cota um voto. Todavia, o regulamento do fundo pode prever a adoção de quórum qualificado para as deliberações da assembleia geral, o que, novamente, reforça a sua autonomia no regime jurídico dos fundos de investimento. O quórum qualificado pode alcançar, inclusive, a deliberação de substituição do administrador, não podendo, contudo, ultrapassar o quórum de metade mais uma das cotas emitidas.<sup>91</sup> Por derradeiro, somente podem votar na assembleia os cotistas regularmente inscritos no registro de cotistas na data de convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de um ano, vide Art. 75 da Instrução CVM nº 555/2014.

### 2.6.2 Deliberações Externas

As deliberações “externas” do fundo de investimento são aquelas nas quais o fundo de investimento, por meio da sua gestão, exerce os direitos de voto para manifestar o posicionamento do fundo com relação aos assuntos em deliberação de companhias, sociedades e/ou outros fundos de investimento investidos. Conforme referido na seção 2.5.2, incumbe ao gestor o exercício do direito de voto decorrente dos ativos de titularidade do fundo, estando o gestor vinculado à política de voto do fundo, nos termos do Art. 78, § 3º, II, da Instrução CVM nº 555/2014.

Na atual sistemática dos fundos de investimento, a participação dos cotistas em deliberações externas é inexistente. Não há prerrogativa de o cotista interferir nas decisões do gestor, a quem se reserva a competência para o exercício do direito de voto de forma unilateral. Os cotistas podem promover alterações no regulamento e na política de investimento ou de voto do fundo, pela via da assembleia de cotistas, ou - em último caso - deliberar pela substituição do gestor, caso estejam descontentes com a sua atuação, ou simplesmente liquidarem ou alienarem a suas cotas, a depender do tipo de fundo de investimento (aberto ou fechado). No entanto, extrapolada a esfera de competência outorgada à assembleia de cotistas pela regulamentação administrativa, os cotistas não têm qualquer ingerência no fundo de investimento, conclusão que se aplica, inclusive, para fundos de investimento em participações (FIPs), destinados a investidores qualificados ou profissionais.<sup>92</sup>

<sup>91</sup> Vide Arts. 71, *caput* e §§ 3º e 4º, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>92</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 132.

Observa-se, portanto, que o tratamento regulatório exclui o cotista da participação para a formação da manifestação de vontade do fundo de investimento em deliberações externas, uma vez que o cotista, ao optar por investir em uma cota do fundo de investimento, renunciaria a tal prerrogativa, confiando integralmente ao gestor a tomada de decisão e exercício do direito de voto com relação aos ativos investidos. Esta posição é realçada, inclusive, em votos de processos administrativos sancionadores julgados pela CVM.<sup>93</sup> Por outro lado, é o cotista quem arca com as consequências de uma decisão equivocada ou falha do gestor, na hipótese de esta ser mal-sucedida e implicar no patrimônio líquido negativo do fundo, na medida em que a sua responsabilidade é ilimitada, na forma do Art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014.<sup>94</sup>

Contudo, ao gestor não se permite a alocação de recursos do fundo ao livre-alvedrio ou o exercício do direito de voto sem qualquer amparo em diretrizes anteriormente fixadas. Na verdade, o gestor está subordinado às políticas de investimento e de voto estabelecidas no regulamento do fundo,<sup>95</sup> bem como possui o dever fiduciário de exercer as suas atividades buscando as melhores condições para o fundo e mantendo lealdade aos interesses dos cotistas e do fundo, devendo evitar qualquer prática que possa violar tal dever fiduciário.<sup>96</sup>

De toda forma, esta sistemática de funcionamento dos fundos de investimento - ratificada pela regulação administrativa e pelos posicionamentos da agência reguladora - abre margem para que os prestadores de serviço essenciais do fundo sejam aqueles que detenham o poder de efetivamente controlar o fundo de investimento, à mingua dos cotistas. Ademais, a partir de tal abertura, também é possível que, nas manifestações do controle do fundo, os prestadores de serviço essenciais privilegiem os seus interesses próprios aos interesses dos cotistas e/ou do fundo, problemas cujas particularidades serão estudadas no Capítulo que segue.

<sup>93</sup> Nesse sentido, quando do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2001/1857, o então Diretor Marcelo Trindade assim afirmou, ao avaliar a possibilidade de interferência dos cotistas na tomada de decisão do gestor quanto à assinatura de acordo de acionistas de companhia investida: “Quem contrata um tal administrador não quer gerir, e normalmente julga-se mesmo inapto, ou não vocacionado a tal gestão, e essa característica dos fundos de participação seria completamente distorcida se, a tantas, os quotistas pudessem alterar as decisões fundamentais sobre os investimentos, como por exemplo a de celebrar, ou não, acordo de acionistas”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador RJ 2001/1857**. Recorrentes: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e Outros (PREVI). Rel. Diretor Marcelo Trindade. Julg. em 22/05/2001.

<sup>94</sup> Sem prejuízo, faz-se a ressalva da possibilidade de adoção da limitação de responsabilidade do cotista por meio da alteração do regulamento, conforme já explicado na seção 2.4.2.

<sup>95</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 122.

<sup>96</sup> Art. 92, I, da Instrução CVM nº 555/2014.

### 3 O PODER DE CONTROLE E OS CONFLITOS DE AGÊNCIA NO FUNDO DE INVESTIMENTO

Conforme destacado no Capítulo anterior, a estrutura jurídica dos fundos de investimento revela complexa relação de distribuição de poder entre os cotistas e os prestadores de serviço essenciais do fundo. Neste Capítulo, pretende-se aprofundar a análise sobre a caracterização do poder de controle no fundo de investimento, bem como os possíveis conflitos de agência que decorrem da qualificação dos prestadores de serviço essenciais do fundo de investimento como os seus controladores de fato.

#### 3.1 PODER DE CONTROLE NO DIREITO ACIONÁRIO

O poder de controle é um tema clássico do direito acionário, que sempre foi estudado sob a perspectiva da sociedade anônima, dada a sua relevância para o contexto político-econômico mundial.<sup>97</sup> Não se restringindo ao âmbito teórico, o assunto possui previsões normativas e repercussões práticas que são relevantes, como a imposição de deveres pela legislação acionária àquele identificado como acionista controlador da sociedade anônima. É o que dispõe, por exemplo, o Art. 116, *caput* e parágrafo único, da Lei nº 6.404/1976:

Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

A partir da análise do artigo em destaque, percebe-se que a Lei das Sociedades Anônimas se preocupou em caracterizar deveres fiduciários do acionista controlador para com

<sup>97</sup> Afirmam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira que nenhuma instituição jurídica sobreleva em importância a sociedade anônima, sendo que as grandes empresas privadas que “comandam o universo econômico” não teriam sido possíveis na ausência do tipo societário em questão. Citando Ascarelli, ainda referem que a Lei das S.A. seria o “direito constitucional” da atividade econômica, o que demonstra a importância do seu estudo para qualquer campo no direito societário e/ou no mercado de capitais. LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coords). **Direito das Companhias**. V. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. pp. 1-2.

a companhia, acionistas minoritários e todos os demais *stakeholders*.<sup>98</sup> Ainda, o Art. 117 da Lei das S.A. estabelece a responsabilidade do acionista controlador pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder, disciplinando diversas modalidades de abuso do poder de controle no § 1º do referido artigo.<sup>99</sup>

Para CARVALHOSA, o controle societário seria o poder de efetivamente dirigir as atividades sociais, sendo caracterizado como controlador aquele que exerceria, na realidade, o poder (seja internamente, mediante o voto; seja externamente, por outros fatores).<sup>100</sup> Sustenta o autor que “controlar uma companhia (...) é o poder de impor a vontade nos atos sociais e, via de consequência, de dirigir o processo empresarial, que é o seu objeto”.<sup>101</sup>

Sob uma perspectiva mais geral, COMPARATO defende que o controle seria a “prerrogativa possuída pelo titular de um poder superior de impor suas decisões sobre o titular de um poder inferior”.<sup>102</sup> Pressuporia o poder de controle, portanto, uma relação multisubjetiva, na qual uma das partes seria caracterizada como controlador, estando as demais sujeitas às decisões do controlador, que seria o “titular do poder superior”.

O poder de controle se trata de um poder de fato, não sendo um poder jurídico, na medida em que não existe norma legal que o assegure a seu titular.<sup>103-104</sup> Se jurídico fosse, o titular do poder de controle teria o direito subjetivo de pleitear a tutela estatal para fins da sua manutenção e/ou da observância pelos demais, o que somente lhe é assegurado quando o poder se manifesta por meio do direito de voto (que seria um poder jurídico).<sup>105</sup>

<sup>98</sup> De acordo com Calixto Salomão Filho, a previsão em questão se justifica a partir do reconhecimento da realidade societária brasileira, na qual as concentrações acionária e do poder de controle são a regra geral (SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 298).

<sup>99</sup> Para análise da integralidade das modalidades de abuso de poder de controle referidas, ver Art. 117, § 1º, da Lei nº 6.404/1976.

<sup>100</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume: Artigos 75 a 137**. 4ª Ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 489.

<sup>101</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Loc. Cit.*

<sup>102</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Ed. Rev. e Atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. p. VI.

<sup>103</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 668.

<sup>104</sup> No mesmo sentido é a posição de CHAMPAUD, para quem o controle pertenceria ao “domínio do fato”: “Le contrôle n'est jamais qu'une forme d'expression juridique de la puissance économique. S'il se traduit par la mise en oeuvre de techniques juridiques parfaitement discernibles, voire, dans certain cas, par des institutions spécifiques, il n'en reste pas moins vrai que de par sa nature et son origine il appartient à ce que les juristes appellent le 'domaine du fait'.” (Em tradução livre: “O controle é sempre apenas uma forma de expressão legal do poder econômico. Embora tome a forma da implementação de técnicas jurídicas perfeitamente discerníveis, ou mesmo, em certos casos, de institutos específicos, é contudo verdade que, pela sua natureza e origem, pertence ao que os juristas chamam de “domínio do fato”). CHAMPAUD, Claude. Recherche des critères d'appartenance à un groupe. In: CHAMPAUD, Claude. et. al. **Droit des groupes de sociétés: analyse – propositions**. Paris: Librairies Techniques, 1972. p. 29.

<sup>105</sup> LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Ibidem*. pp. 827-828.

Em sendo uma manifestação de poder fática, o poder de controle é um fenômeno que pode se apresentar de forma multifacetada, concentrando-se em um ou em diversos titulares de participações societárias de determinado veículo de investimento, ou, ainda, ser completamente dissociado da propriedade de participações societárias. Este último fenômeno foi largamente demonstrado, pela primeira vez, por BERLE e MEANS nos Estados Unidos da América, que constataram, a partir de dados estatísticos de 1929, a possibilidade da ocorrência da completa dissociação entre propriedade acionária e poder de comando empresarial.<sup>106</sup>

Posteriormente, a teoria do poder de controle foi importada para o Brasil por COMPARATO, que introduziu no cenário nacional a taxonomia do poder de controle estudada por BERLE e MEANS, sob as perspectivas interna e externa do poder de controle.<sup>107</sup> O controle interno seria aquele no qual o seu titular atuaria no interior da sociedade, podendo se fundar na propriedade acionária, em “expedientes legais” (*through a legal device*) ou na administração da sociedade.<sup>108</sup> Por outro lado, o controle externo seria aquele exercido por alguém de fora da sociedade, não compondo qualquer de seus órgãos sociais, como, por exemplo, no caso de credores de uma sociedade altamente endividada.<sup>109</sup>

Nas subseções que seguem, serão apresentadas as formas de controle interno que compõem a classificação tradicional do poder de controle, conforme a doutrina de COMPARATO, quais sejam: (a) o controle totalitário; (b) o controle majoritário; (c) o controle minoritário; e (d) o controle gerencial ou administrativo.<sup>110</sup> Com relação ao controle externo, faz-se necessário deixá-lo de lado da presente pesquisa, tendo em vista que um dos objetivos que se pretende alcançar por meio deste trabalho é a compreensão do poder de controle no fundo de investimento e dos conflitos de agência que dele decorrem, que, como se verá adiante, desenvolve-se preponderantemente sob a perspectiva do controle interno.

<sup>106</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*. p. 44.

<sup>107</sup> BERLE e MEANS, em sua obra seminal, sustentam o seguinte a respeito da classificação do poder de controle: “[f]ive major types can be distinguished, though no sharp dividing line separates type from type. These include (1) control through almost complete ownership, (2) majority control, (3) control through a legal device without majority ownership, (4) minority control, and (5) management control” (Em tradução livre: “pode-se distinguir cinco tipos principais, embora nenhuma linha divisória afiada separe tipo de tipo. Estes incluem (1) controle através da propriedade quase completa, (2) controle majoritário, (3) controle através de um dispositivo legal sem a propriedade majoritária, (4) controle minoritário, e (5) controle gerencial.”). BERLE JR., Adolf A. MEANS, Gardner C. **The Modern Corporation and Private Property**. The Macmillan Company: Nova Iorque, 1933. p. 70.

<sup>108</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*. *Loc. Cit.*

<sup>109</sup> Para maiores informações sobre o controle externo, ver COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*. pp. 77-85.

<sup>110</sup> Cabe destacar que Comparato deixa de lado a modalidade chamada por BERLE e MEANS de controle mediante um expediente ou artifício legal (*through a legal device*), por entender que a única espécie de controle desta modalidade que se diferenciaria das demais seria aquela exercida por meio do *voting trust*, cuja originalidade do instituto no direito norte-americano, segundo o Professor, não permitiria a sua generalização aos demais sistemas jurídicos (COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*. p. 54).

### 3.1.1 Controle Totalitário

O controle totalitário é intrinsecamente conectado com a propriedade acionária e pressupõe a unanimidade na tomada de decisões. Segundo COMPARATO, o controle totalitário estaria presente quando nenhum acionista fosse excluído do *poder de dominação* da companhia, situação que poderia ser deflagrada a partir da existência de uma sociedade com apenas um acionista (sociedade unipessoal, e. g. a subsidiária integral prevista no Art. 251, *caput*, da Lei das Sociedades Anônimas)<sup>111</sup>, assim como em um contexto de companhia familiar, na qual todas as deliberações fossem aprovadas por unanimidade.<sup>112</sup>

### 3.1.2 Controle Majoritário

Controle majoritário é aquele que se exerce por meio da titularidade de mais da metade do capital votante de determinada companhia. Pode ser exercido por um acionista controlador ou por diversos acionistas reunidos em um bloco de controle que seja vinculado, por exemplo, por meio de acordo de acionistas.

O controle majoritário é o resultado da consagração do princípio majoritário na sociedade anônima, insculpido no *caput* do Art. 129 da Lei das S.A.<sup>113</sup> Conforme ensina COMPARATO, o princípio majoritário deriva do postulado contratualista<sup>114</sup> de que:

(...) a sociedade existe no interesse dos sócios, e como ninguém, em princípio, está investido da prerrogativa de decidir pelos interesses alheios, prevalece sempre a vontade do maior número, julgando cada qual segundo o seu próprio interesse.<sup>115</sup>

Dessa forma, o exercício do direito de voto pela maioria do capital votante acaba representando a formação da vontade social de todo o grupo de acionistas (*i. e.* a vontade social da companhia), vinculando aqueles acionistas dissidentes, ausentes ou que venham a se abster. Isso é possível em virtude do ato coletivo criado em função do procedimento de deliberação,

<sup>111</sup> “Art. 251. A companhia pode ser constituída, mediante escritura pública, tendo como único acionista sociedade brasileira.”

<sup>112</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*. pp. 44-50.

<sup>113</sup> “Art. 129. As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.”

<sup>114</sup> Conforme explica Joaquim Muniz, de acordo com a teoria contratualista clássica, o “interesse social corresponderia ao interesse comum dos sócios (*uti socii*), que não se identificaria com o interesse individual de cada sócio (*uti singuli*)”. Nesse contexto, haveria uma “comunhão de escopo, que faria com que os sócios transcendessem seus interesses particulares”. Ainda, afirma o autor que o “fim comum” que uniria os sócios seria a maximização dos lucros (MUNIZ, Joaquim de Paiva. Poder de Controle, Conflito de Interesses e Proteção aos Minoritários e *Stakeholders*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 28. pp. 70-94. Abr-Jun/2005).

<sup>115</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*. pp. 50-51.



que, segundo LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, “transforma a multiplicidade de atos de vontade individuais em um único ato coletivo, que é o ato do grupo – como todo – porque resulta de ação comum”.<sup>116</sup>

Conforme referido, no âmbito do direito acionário brasileiro, o controle majoritário é a modalidade de controle interno mais comumente observada em companhias cujas ações estejam admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários (companhias abertas), haja vista o alto grau de concentração acionária em propriedade de número reduzido de acionistas.<sup>117</sup> Ressalta-se, nesse ponto, a constatação de alguns autores de que a grande concentração de poder leva a uma tendência de abuso desse poder, o que seria algo natural do funcionamento humano.<sup>118</sup> Em razão disso, tem-se apontado que a ênfase normativa do direito societário em sistemas de controle concentrado deveria ser a de procurar limites ao poder de o controlador “extrair excessivos benefícios particulares da companhia”.<sup>119</sup>

### 3.1.3 Controle Minoritário

No direito acionário, considera-se controle minoritário aquele exercido por titulares de ações em número inferior à metade do capital votante da companhia. Segundo a doutrina, o controle minoritário foi implicitamente admitido pela Lei das Sociedades Anônimas e se caracteriza em um cenário de pulverização das ações emitidas por determinada companhia no mercado, de modo que um acionista ou grupo de acionistas pode exercer o poder de controle da companhia com menos da metade do capital votante, já que não existem outros acionistas que sejam titulares ou estejam organizados para o exercício do poder de voto de modo a superar o grupo minoritário controlador.<sup>120</sup>

O controle minoritário seria uma decorrência do absenteísmo e apatia dos acionistas de uma companhia com relação ao comparecimento em assembleias gerais e ao exercício do direito do voto nas deliberações sociais. De acordo com GARRIGUES, tal problema poderia ser justificado sob os diferentes interesses e motivações presentes entre os acionistas de uma

<sup>116</sup> LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Ibidem*. p. 811.

<sup>117</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 145. No mesmo sentido, ver EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 670. e OIOLI, Erik Frederico. Dispersão do Controle Acionário no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. (Coords.) **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário**. São Paulo, Quartier Latin, 2010. pp. 459-472.

<sup>118</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*. p. 79.

<sup>119</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 139.

<sup>120</sup> EIZIRIK, Nelson. *Ibidem*. p. 671.

mesma sociedade. Nesse contexto, existiriam acionistas que apenas se preocupariam em receber dividendos, acionistas que apenas se preocupariam em especular as ações da companhia no mercado e acionistas realmente preocupados em exercer os seus direitos políticos na companhia. Na medida em que este último grupo seria o único interessado no poder diretivo da companhia, não seria necessária a manutenção de grande quantidade de ações em sua propriedade, possibilitando-se a pulverização das ações da companhia e a manifestação do fenômeno do controle minoritário.<sup>121</sup>

ASCARELLI relata o fenômeno sob a ótica de ser um problema à tutela da “maioria dos acionistas”. Isso porque a difusão das ações das companhias entre o público no mercado de capitais permitiria que um pequeno grupo, através de vários artifícios, pudesse exercer o poder de controle da companhia, de modo que o problema a que se denominaria de “tutela da minoria” seria, para esse caso, um problema de “tutela da maioria”.<sup>122</sup>

#### 3.1.4 Controle Gerencial ou Administrativo

O controle gerencial ou administrativo (*management control*) seria aquele com fundamento na completa dissociação entre propriedade acionária e poder de controle, sendo fundado exclusivamente em prerrogativas diretoriais.<sup>123</sup> Segundo GUERREIRO, o controle gerencial consistiria no “efetivo controle da empresa por administradores, dada a pulverização completa do poder de controle de voto face à grande disseminação das ações da companhia (*stock widely distributed*).<sup>124</sup> Seria fruto, portanto, de acentuada dispersão acionária de uma companhia, aliada à utilização de mecanismos de representação de acionistas por meio do voto por procuração (*proxy voting*).

<sup>121</sup> GARRIGUES Y DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín. **Problemas Atuais das Sociedades Anônimas**. Trad. Norberto da Costa Caruso MacDonal. Sergio Antonio Fabris Editor: Porto Alegre, 1982. pp. 23-28. Para retratar o fenômeno, GUARRIGUES se utiliza da analogia de José Penso de La Vega, do livro *Confusión de Confusiones. Diálogos Curiosos entre um Philosopho agudo, um Mercader discreto y un Accionista Erudito*, publicado em 1688. Segundo PENSO DE LA VEGA, os diferentes tipos de acionistas das sociedades anônimas poderiam ser divididos em três grupos, compostos de príncipes, comerciantes e jogadores. Os primeiros seriam os “príncipes da renda”, que viveriam recebendo dividendos, sem se preocupar com a oscilação do preço das ações e/ou com os direitos políticos delas decorrentes. Os segundos, meros especuladores, preocupados apenas em comprar lotes de ações baratas e vendê-los por preço mais elevado, adquirindo ações apenas para fins de revenda e obtenção de lucro. Por fim, os terceiros seriam aqueles especuladores dos mercados a prazo, encarando as sociedades anônimas como objetos de um jogo financeiro.

<sup>122</sup> ASCARELLI, Tullio. **Principios y Problemas de las Sociedades Anonimas**. Trad. René Cacheaux Sanabria. Imprenta Universitaria: Mexico, 1951. pp. 51-55.

<sup>123</sup> COMPARATO, Fábio Konder. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Ibidem*. p. 60.

<sup>124</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 53. São Paulo: Revista dos Tribunais. Jan-Mar/1984. p. 78.

No direito brasileiro, por mais que seja rara a caracterização do controle gerencial em companhias abertas, frente à vasta concentração acionária, possibilita-se a sua manifestação por meio da representação dos acionistas em assembleias gerais por procuradores, que podem ser os próprios administradores da companhia, bem como pela possibilidade de realização de pedidos de procuração aos acionistas, conforme estabelece o Art. 126, §§ 1º e 2º, da Lei das S.A.<sup>125</sup> A utilização de procurações por administradores seria o instrumento de estabilização do controle gerencial, cuja perpetuação dependeria, no entanto, da base de apoio dos acionistas que confiassem ao administrador a outorga das procurações.<sup>126</sup>

Salienta-se, entretanto, que a utilização de *proxies* pelo administrador se dá por meio do exercício do voto, em nome do acionista, conforme a orientação de voto exarada por este na procuração, não ocorrendo a cessão do direito de voto do acionista para o administrador votar a seu bel-prazer.<sup>127</sup> Nesse sentido, conforme a lição de PONTES DE MIRANDA, *procuração é outorga de poder, não é convenção de voto; é apenas meio para votar. O acionista não cede o direito de voto, nem o exercício.*<sup>128</sup>

De acordo com REGO, o uso do *proxy machinery*<sup>129</sup> poderia servir a fins legítimos para o atendimento do interesse da companhia (v. g. para fortalecer os laços entre o acionista e a companhia, por meio do estímulo à participação daqueles que não podem comparecer à assembleia geral), assim como serviriam para outros objetivos, que poderiam não ser benéficos à companhia, tais como os seguintes:

- (i) o exercício do controle, e a sua manutenção, por acionista que não detenha a maioria das ações com direito a voto em companhia aberta com controle difuso ou disperso e que, portanto, não tenha em risco patrimônio proporcional ao poder que exerce (o chamado “controle minoritário”); e (ii) a perpetuação nos seus cargos, com o controle do dia-a-dia da companhia, dos administradores de companhia aberta com

<sup>125</sup> “Art. 126. As pessoas presentes à assembléia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas: (...) § 1º O acionista pode ser representado na assembléia-geral por procurador constituído há menos de 1 (um) ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos. § 2º O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que, sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos: (...)”.

<sup>126</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Ibidem. Loc. Cit.*

<sup>127</sup> REGO, Marcelo Lamy. Pedido de Procuração para Votar. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 319.

<sup>128</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Calvacanti. **Tratado de Direito Privado - Tomo 50**. 2ª Ed. São Paulo: Bookseller, 2000. *E-book*.

<sup>129</sup> Fala-se em *proxy machinery* enquanto um mecanismo de captação de procurações dos acionistas, por parte dos administradores, para fins de outorga de poderes de representação em larga escala por parte de acionistas absenteístas. Segundo COMPARATO, nas grandes companhias norte-americanas, chega-se inclusive a contratar prestadores de serviço especializados, que se encarregam de colher procurações em todo o país para as temporadas de assembleias gerais das companhias (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. pp. 195-197).

controle difuso ou disperso, ainda que tais administradores não sejam os mais competentes ou adequados para a companhia (o chamado “controle gerencial”).<sup>130</sup>

Na medida em que a diluição acionária possibilita a dispersão ou difusão das ações no mercado, tendem a aparecer formas de controle parcial ou totalmente dissociadas da propriedade acionária, como é o caso dos controles minoritário e gerencial, respectivamente. Nesse contexto, o problema anteriormente constatado da concentração de poder majoritário e da potencialidade de abusividade dele decorrente se desloca, no âmbito do controle gerencial, para a esfera dos administradores. Nas palavras de OIOLI, há um “deslocamento da disciplina da proteção contra a apropriação excessiva de benefícios particulares, dos controladores para os administradores”.<sup>131</sup>

Diante disso, a partir do deslocamento do poder de controle para a esfera dos *managers*, surge a necessidade de os acionistas monitorarem a sua atuação, para fins de aferição se esta corresponde aos interesses da companhia. Na ausência de fiscalização, ocorreria o que SALOMÃO FILHO chama de “poder descontrolado e não fiscalizado do administrador”.<sup>132</sup> Trata-se de problema há muito identificado na doutrina norte-americana, considerando a pujância da dispersão acionária naquele mercado, dando ensejo aos chamados “conflitos de agência”, que serão objeto de seção própria no decorrer deste Capítulo (seção 3.3).

### 3.2 O PODER DE CONTROLE NO FUNDO DE INVESTIMENTO

Em que pese o poder de controle seja tema tradicional do direito acionário, a sua traslação para o âmbito dos fundos de investimento ainda é recente. De acordo com KUGLER, em decorrência da natureza jurídica do fundo de investimento e do seu regime jurídico, pode-se indicar a existência de dois centros de imputação do poder de controle no fundo, quais sejam, “a administradora de carteiras de valores mobiliários, que, por sua vez, pode ser dividida em administradora fiduciária e gestora de recursos, e os cotistas, concentrados na assembleia geral de cotistas”.<sup>133</sup>

O poder de controle no fundo de investimento poderia, portanto, manifestar-se, em tese, em todas as modalidades de controle interno, conforme a classificação tradicional antes

<sup>130</sup> REGO, Marcelo Lamy. *Ibidem*. p. 323.

<sup>131</sup> OIOLI, Erik Frederico. Dispersão do Controle Acionário no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 469.

<sup>132</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 82.

<sup>133</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 121.

apresentada. Entretanto, sabe-se que o fundo de investimento, da forma em que fora concebido pela legislação e regulamentação administrativa, pressupõe a dispersão das cotas emitidas pelo fundo,<sup>134</sup> atendendo à alocação de pequenos volumes de recursos por cada cotista e, em consequência, à diluição do risco entre a pluralidade de cotistas do fundo.

Assim sendo, parece mais provável que as modalidades de controle que venham a ser observadas no fundo de investimento sejam as do controle minoritário, exercido por cotistas detentores de menos da metade das cotas emitidas pelo fundo de investimento, ou do controle gerencial, exercido pelos próprios prestadores de serviço essenciais do fundo de investimento.<sup>135</sup> Passa-se, nas subseções que seguem, a analisar as formas em que o fenômeno do controle se desenvolve no âmbito dos fundos de investimento.

### 3.2.1 Controle Minoritário

O cotista é o controlador precípua do fundo de investimento. Nada obstante à ampla gama de prerrogativas conferidas ao administrador (*lato sensu*)<sup>136</sup> do fundo (conforme demonstrado na seção 2.5), é a assembleia de cotistas que detém a competência privativa para adotar as deliberações mais fundamentais com relação ao direcionamento das atividades do fundo. E, como se sabe, na assembleia de cotistas somente se admite o voto do cotista, do seu representante legal ou de procuradores legalmente constituídos em período inferior a 1 (um) ano, não tendo o administrador e/ou o gestor qualquer direito de voto.<sup>137</sup>

Relembre-se que a assembleia de cotistas possui competência para deliberar sobre a destituição do administrador ou do gestor e a alteração da política de investimento do fundo e do seu regulamento, conforme prevê o Art. 66, II, V e VIII, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>134</sup> Afirma RIBEIRO que, via de regra, os fundos de investimento contam com inúmeros cotistas, cada qual detendo um percentual ínfimo do total. Existe, pois, uma verdadeira separação entre a propriedade (...) e o controle (...). RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Conflitos de Interesse nos Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 56.

<sup>135</sup> Ressalva-se, no entanto, que no âmbito dos fundos de investimento em participações, grande parte das deliberações das assembleias de cotistas devem ser adotadas por maioria qualificada (i. e. mais da metade das cotas emitidas pelo FIP), de modo que se infere a possibilidade de maior ocorrência dos controles totalitário ou majoritário nessa espécie de fundo de investimento (NAKAMURA, Edson Takeshi. Poder de Controle no Fundo de Private Equity e seu Reconhecimento pelo Direito da Concorrência. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 82, Out-Dez/2018, pp. 81-105. Disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/api/widgetshomepage?crumb-action=recreate&stnew=true&crumb-label=Home&area-of-interest=wibrHome>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023).

<sup>136</sup> Ou seja, englobando as funções de administração fiduciária e gestão do fundo de investimento.

<sup>137</sup> A exceção é se os administradores forem os únicos cotistas do fundo, no momento da deliberação, ou se houver aquisição expressa da maioria dos demais cotistas presentes na assembleia, nos termos do Art. 76, Parágrafo Único, I e II, da ICVM 555/2014.

Dessa forma, caso os cotistas, por exemplo, estejam descontentes com os rumos do fundo que venham sendo ditados pela atual administração, podem deliberar pela sua destituição, inclusive de forma *ad nutum* (*i. e.* independentemente de justo motivo). Conforme elucida KUGLER, os administradores (*lato sensu*) do fundo de investimento apenas se manteriam em suas respectivas funções por meio do consentimento dos cotistas.<sup>138</sup>

Ademais, observa-se que as assembleias de cotistas podem ser instaladas com qualquer número de presentes, e as suas deliberações, regra geral, são tomadas por maioria simples, cabendo a cada cota um voto. Conclui-se, portanto, que o controle do fundo de investimento será do(s) cotista(s) detentor(es) de cotas representando a maioria dos votos em uma assembleia,<sup>139</sup> ou, na hipótese de previsão no regulamento de quórum qualificado (que é facultativa), a maioria das cotas emitidas pelo fundo de investimento.<sup>140</sup>

À vista do exposto, considerando-se o cenário tradicional da pulverização das cotas emitidas pelo fundo de investimento no mercado, bem como a possibilidade de aprovação de deliberações por maioria simples e o alto grau de absenteísmo nas assembleias de cotistas, verifica-se solo fértil para a manifestação do controle minoritário no âmbito do fundo de investimento. A dispersão da propriedade das cotas pode ser explicada pelo princípio da diluição do risco, que é intrínseco ao funcionamento dos fundos de investimento. Assim, permite-se o controle do fundo dissociado da propriedade de mais da metade das cotas emitidas, por meio de apenas um cotista ou da formação de um bloco de controle minoritário no fundo.

De toda forma, a outra face da moeda da pulverização do condomínio de cotas do fundo de investimento é a possibilidade de manifestação do fenômeno do controle gerencial, de modo que o controle do fundo seja realizado, de fato, pelo administrador e pelo gestor. Assim sendo, o centro do poder de controle deixa de ser a propriedade das cotas, sendo deslocado para a esfera dos prestadores de serviço essenciais do fundo.

### 3.2.2 Controle Gerencial

“Embora prevista na regulamentação da CVM, a assembleia dos cotistas constitui uma “ficção”, pois, na prática do mercado, raramente comparece algum cotista para votar, sendo as

<sup>138</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. *Ibidem.* p. 160.

<sup>139</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. *Ibidem.* p. 164.

<sup>140</sup> Neste caso, a bem da verdade, o controle se manifestaria sob a forma de controle majoritário, na medida em que, para o seu exercício, seria necessária a titularidade de mais da metade das cotas emitidas pelo fundo de investimento, seja por meio de apenas um cotista ou por meio de um bloco de controle. É o que normalmente ocorre, por exemplo, nos fundos de investimento em participações. Ver Nota de Rodapé 135.

decisões tomadas pelo administrador”.<sup>141</sup> Com essa observação desilusória, EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES revelam a grande diferença entre a teoria da titularidade do poder de controle do cotista no fundo de investimento e a manifestação do fenômeno na realidade do mercado de capitais, que se dá por meio do controle gerencial do administrador e do gestor.

O fundo de investimento, ao contrário de uma sociedade, é constituído por ato unilateral dos seus administradores (administrador e gestor) sem a participação de qualquer cotista. O seu regulamento, da mesma forma, é elaborado e aprovado exclusivamente pelo administrador e gestor. Ademais, é uma característica dos fundos de investimento que o poder diretivo seja exercido apenas pelos administradores (*lato sensu*), sem a participação dos cotistas. Conforme sumariza SOUTO:

[O]s fundos de investimento são constituídos por deliberação de um administrador, sem a existência de um único cotista sequer, cabendo-lhe não só aprovar o seu regulamento como, ainda, tomar as decisões diárias e efetivas do fundo. A ele compete, ao final, o poder função administrativo, no qual os cotistas não participam diretamente. Aqui, portanto, a administração é confiada a um terceiro. E vale registrar: nele, não há, tal como ocorre com as sociedades anônimas em geral, um conselho de administração ou uma diretoria, o que faz com que o seu controle não se funde exclusivamente na propriedade da cota.<sup>142</sup>

Em razão disso, mostra-se plausível que, na realidade dos fundos de investimento, os cotistas sejam meros espectadores dos poderes diretivo e deliberativo do administrador e do gestor. Assim sendo, por mais que tenham os cotistas competência para alteração do regulamento do fundo, assim como da política de investimento, o cenário realístico, no Brasil, é o da passividade dos cotistas frente à administração e à gestão. Em outras palavras, os cotistas apenas aceitam e aderem às “regras do jogo” impostas pelos administradores (*lato sensu*).

É o que destaca KUGLER, em sua tese de doutoramento:

No entanto, a realidade tem demonstrado em inúmeras ocasiões que os cotistas ingressam em um fundo com o regulamento e política de investimento já posto pelo administrador no momento de sua constituição, sem realizarem qualquer alteração ao seu teor, limitando-se a apenas proceder, quando muito, com a assembleia obrigatória de aprovação das demonstrações contábeis, as quais, muitas vezes, não ensejam qualquer reunião ou conclave entre os cotistas, além de se verificar um nível notório de absenteísmo em assembleias de fundos.<sup>143</sup>

<sup>141</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. rev. amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 93.

<sup>142</sup> SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. Dissertação de Mestrado. Brasília: Universidade de Brasília, 2016.

Disponível em:

[http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016\\_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf](http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf). Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

<sup>143</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. *Ibidem*. p. 152.

Por meio dessa estrutura legal/regulatória, menciona-se também a possibilidade de verdadeiro entrincheiramento dos centros de poder estabelecidos pelos administradores, para fins de manutenção do controle gerencial, quando da constituição do fundo de investimento. Por mais que não seja possível a adoção de quórum qualificado superior à maioria qualificada (*i. e.* mais da metade das cotas do fundo) para fins de destituição dos administradores,<sup>144</sup> a previsão de tal quórum qualificado no regulamento já pode ser suficiente para a impossibilidade da tomada de deliberação da sua substituição, perpetuando-os em suas funções diretivas.

Ainda, ressalta-se que as assembleias gerais extraordinárias do fundo de investimento (*i. e.* aquelas convocadas para a deliberação de assuntos outros que não a aprovação das demonstrações financeiras do fundo) podem ser convocadas pelos cotistas, no entanto, exigem que a convocação seja proposta por cotista ou grupo de cotistas que detenha(m), no mínimo, 5% (cinco por cento) do total das cotas emitidas pelo fundo.<sup>145</sup> Dessa forma, mesmo estando os cotistas insatisfeitos com a atuação dos administradores do fundo, podem não deter o quórum necessário para a convocação da assembleia geral extraordinária para fins da destituição daqueles, considerando-se o cenário de pulverização das cotas no mercado de capitais. Trata-se, portanto, de barreira regulatória que também permite a estabilização dos administradores em seus respectivos cargos.

Ademais, não haveria restrição, a rigor, para o administrador prever no regulamento, desde a constituição do fundo, a necessidade do quórum deliberativo de unanimidade para a alteração da política de investimento ou do próprio regulamento do fundo,<sup>146</sup> o que também implicaria na perpetuação da sua atuação, conforme originalmente estabelecida no regulamento, mesmo que ao revés da vontade dos cotistas, em virtude do alto índice de pulverização de cotas.

O poder deliberativo do fundo, em tese, deveria ser exercido concomitantemente pelos cotistas, em assembleia de cotistas, e pelos administradores (*lato sensu*), no tocante às matérias não previstas como sendo de competência privativa da assembleia de cotistas.<sup>147</sup> Todavia, à

<sup>144</sup> Vide Art. 71, § 4º, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>145</sup> Art. 69, *caput*, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>146</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. *Ibidem*. p. 165.

<sup>147</sup> A CVM já se manifestou no sentido de realçar a autonomia do regulamento – criado pelos administradores –, com relação à discricção dos administradores no exercício das matérias de sua competência, conforme previstas no regulamento do fundo de investimento. Nesse contexto, à mingua de restrições no regulamento ou de desarmonia com as competências da assembleia de cotistas, bem como desde que observadas as normas de ordem pública, o regulamento do fundo tudo poderia prever, o que pode ensejar o aumento da esfera de atuação dos administradores. Nas palavras do então Diretor da CVM, Marcelo Trindade, “(...) o limite à discricção do administrador na prática de atos em nome do fundo repousa naquela norma de competência privativa da assembleia: as matérias de competência privativa não podem ser delegadas, nem ao administrador nem a quem quer que seja, nem compartilhadas com terceiros. No mais, e respeitadas naturalmente as regras de ordem



mingua de interesse dos cotistas na participação das atividades deliberativas do fundo de investimento, verifica-se um verdadeiro fenômeno de absenteísmo nas assembleias.

O absenteísmo dos cotistas pode ser explicado por diversas razões. A primeira delas é a própria sistemática do arcabouço regulatório dos fundos de investimento: pressuporia a própria CVM o controle gerencial no fundo de investimento, a partir das normas regulatórias que atualmente regem o seu funcionamento? Da análise de alguns dispositivos da Instrução CVM nº 555/2014, é o que se parece.

Um exemplo é a possibilidade de aprovação automática das demonstrações contábeis do fundo de investimento, caso a assembleia correspondente não seja instalada pelo não comparecimento dos cotistas, que parece ser uma solução questionável e polêmica para endereçar o problema do absenteísmo dos cotistas nas assembleias,<sup>148</sup> uma vez que a disposição em questão não instiga o comparecimento dos cotistas ao *locus* de deliberações, mas produz o efeito oposto. Outro exemplo é a possibilidade de adoção do procedimento de consulta formal para a tomada de deliberações no fundo de investimento, tornando desnecessária a realização de assembleia de cotistas.<sup>149</sup>

NASCIMENTO destaca outros fatores que podem justificar o absenteísmo nas assembleias de cotistas. De acordo com o autor, existiria um fenômeno de “apatia racional” dos cotistas, consistente na autodeliberação por não comparecer à assembleia de cotistas em virtude de o cotista entender que o seu comparecimento daria azo a mais custos do que benefícios para si, como o custo de o cotista se manter informado para participar da tomada de deliberação em questão.<sup>150</sup>

Outro fator seria a autoconcepção dos cotistas do baixo grau de influência que teriam na tomada de deliberação do fundo, em virtude do alto grau de pulverização das cotas emitidas no mercado. Ainda, sob uma perspectiva tradicional de realização de assembleias, o autor faz referência aos custos de deslocamento/comparecimento do cotista nas assembleias de cotistas,

---

pública aplicáveis a todos os negócios jurídicos, o regulamento pode tudo”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador RJ 2001/1857. Recorrentes: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e Outros (PREVI). Rel. Diretor Marcelo Trindade. Julg. em 22/05/2001.

<sup>148</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Assembleias Digitais e Voto à Distância em Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 94, pp. 83-115, 2021. Disponível em:

<https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad82d9a000001869b0390a4f641c76d&docguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&hitguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&spos=1&epos=1&td=393&context=16&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=true&isFromMultiSumm=true&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>149</sup> Art. 71, § 1º, da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>150</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Ibidem*.

bem como àqueles que seriam despendidos pelo cotista em razão da contratação de assessores e profissionais para se dedicarem a “acompanhar, estudar e ponderar sobre as informações divulgadas” pelo fundo, para fins de tomada de decisão.<sup>151</sup> Soma-se a isso a possibilidade de o cotista insatisfeito optar por alienar as suas cotas no mercado secundário (no caso de fundos fechados) ou de liquidar as suas cotas junto ao próprio fundo de investimento (no caso de fundos abertos), que podem ser decisões menos custosas, quando comparadas ao custo de informação e de participação dos cotistas em assembleias gerais.<sup>152</sup>

Diante desse cenário, torna-se propícia a existência de um controle gerencial no fundo de investimento, resultando da inércia dos cotistas, aliada ao contexto regulatório acima mencionado. Isso, inclusive, legitimaria a perpetuação do controle gerencial exercido pelos administradores do fundo de investimento independentemente do uso de mecanismos de *proxy machinery*, ao contrário do que ocorre nas companhias.<sup>153</sup>

À vista do exposto, percebe-se que a manifestação do controle de fato do fundo de investimento por seus administradores é uma possibilidade real no direito brasileiro. Partindo-se dessa premissa, rememora-se que, por meio da manifestação do controle gerencial, o problema clássico do abuso do poder de controle pelo acionista controlador é deslocado para a esfera dos administradores. Tal estrutura de poder, na qual se colocam os administradores como pilotos do fundo de investimento - em uma cabine à qual os cotistas normalmente não possuem acesso - dá ensejo à dúvida sobre a observância dos deveres fiduciários dos administradores para com os cotistas, enquanto controladores do fundo de investimento, ou se tal cenário propiciaria a sua violação, por meio da possibilidade de os administradores preferirem os seus interesses próprios aos interesses dos cotistas na condução das atividades do fundo.<sup>154</sup> Daí decorrem os chamados conflitos de agência, que serão objeto de estudo da subseção seguinte.

<sup>151</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Ibidem*.

<sup>152</sup> Da análise das motivações elencadas, para fins de justificação do absentismo dos cotistas nos fundos de investimento, verifica-se que tais razões muito se assemelham àquelas que justificam o absentismo de acionistas com participação inexpressiva em companhias abertas de capital pulverizado, nas quais os acionistas minoritários possuem uma participação lateral e passiva, sendo muito mais custosa, para o acionista, uma participação ativista em uma assembleia geral do que aquela absentista ou de comportamento carona. Para este tipo de acionista, não faria sentido interessar-se por assuntos políticos da companhia, tendo em vista que a eficácia do voto decorrente de suas ações não superaria o custo de participação nas assembleias gerais.

<sup>153</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. *Ibidem*. p. 153.

<sup>154</sup> RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Conflitos de Interesse nos Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 56.

### 3.3 CONFLITOS DE AGÊNCIA

Uma relação de agência é caracterizada pela contratação de um terceiro, por uma ou mais partes, para que o terceiro preste algum tipo de serviço no exclusivo interesse dos contratantes, envolvendo a tomada de decisões pelo terceiro em nome dos contratantes. Na definição de ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, a relação de agência surgiria quando uma parte, denominada “representado”, dependesse de ações tomadas por outra parte, denominada “agente” ou “representante”, cujos efeitos afetariam o “bem-estar do representado”.<sup>155</sup>

Em outras palavras, a relação de agência seria estabelecida por meio de um contrato, no qual uma parte (o “principal”) contrataria a outra parte (o “agente”) para desempenhar alguma atividade em seu interesse, delegando-se ao agente a autoridade de tomada de decisão em nome do principal, com ou sem a transferência de patrimônio (a depender do caso), em caráter fiduciário, do principal para o agente.<sup>156</sup> Trata-se da definição clássica da relação de agência estabelecida no artigo denominado *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, de autoria conjunta de JENSEN e MECKLING. Conforme conceituaram os autores:

We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision-making authority to the agent.<sup>157</sup>

Da relação de agência podem decorrer determinados conflitos entre representado (principal) e representante (agente). Isso porque o agente, enquanto delegatário da autoridade da tomada de decisão em nome do principal, assim como na gestão fiduciária do patrimônio deste, pode vir a privilegiar os seus interesses próprios aos interesses do principal, de forma a desvirtuar a relação de agência originalmente estabelecida.

<sup>155</sup> ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier et. al. **A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparada e Funcional**. Trad. Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018. p. 79.

<sup>156</sup> RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Conflitos de Interesse nos Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 58.

<sup>157</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3. nº 4. Out., 1976, pp. 305-360. Em tradução livre: “Definimos uma relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o(s) mandante(s)) contratam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome, o que envolve a delegação de alguma autoridade decisória ao agente”.

Portanto, para que a relação de agência atenda às suas finalidades precípua, os interesses do principal e do agente devem estar alinhados. Nesse sentido é a lição de NASCIMENTO:

A relação de representante em que uma parte (*principal*) depende de ação a ser tomada por uma outra parte (*agente*) pressupõe a existência de confiança entre os envolvidos, com harmonia de interesses e propósitos entre o principal e o agente. A motivação para a atuação do agente deve estar alinhada aos interesses do principal e não simplesmente ao seu próprio interesse. Caso contrário, há certa probabilidade de que sujam desvios em tal relação de representação, especialmente conflitos de interesse e problemas de agência.<sup>158</sup>

O desvirtuamento da relação de agência engendra os chamados conflitos de agência, que, conforme acima introduzidos, consistem na bifurcação dos interesses do principal e do agente envolvidos na relação em questão. Nesses casos, como normalmente há uma assimetria informacional entre o agente e o principal, ao revés deste, o principal não consegue garantir que o agente cumprirá o “contrato de agência” pactuado, o que dá azo a um oportunismo por parte do agente para agir de forma desvirtuada do modo que foi prometido ao principal.

Assim sendo, não teria como a relação de agência ser executada de forma harmônica e independentemente do monitoramento do principal, o qual teria de incorrer em custos para que pudesse garantir o desempenho da relação de agência em linha com os seus interesses.<sup>159</sup> Os custos incorridos pelo principal estariam sempre presentes, sendo “impossível” que o principal pudesse garantir, a custo zero, que o agente desempenhasse a tomada de decisão que lhe fora incumbida da mesma forma em que o principal o faria.<sup>160</sup> Daí que se concluiria, portanto, que duas seriam as formas de reduzir os conflitos de agência: por meio do estabelecimento de incentivos ao agente, para fins de alinhamento de interesses entre este e o principal; e o dispêndio de custos, pelo principal, para monitorar e vincular o agente aos seus interesses.

Nessa esteira, JENSEN e MECKLING classificam determinados custos que seriam incorridos pelo principal, como: (i) os custos de monitoramento do agente, que incluiriam não apenas os custos relacionados à supervisão do agente, mas também os custos de “controlar” o agente por meio de diretrizes de gestão, como a imposição de restrições financeiras (*monitoring expeditures*); (ii) custos de vinculação do agente, como aqueles relacionados à promoção de incentivos para o agente agir em linha com os interesses do principal (*bonding expeditures*); e (iii) custos residuais, que seriam aqueles relacionados à perda de riqueza do principal com

<sup>158</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Assembleias Digitais e outros Reflexos das Tecnologias nas Assembleias de S/A**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 268.

<sup>159</sup> ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. *Op. Cit.* pp. 78-79.

<sup>160</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Op. Cit.* p. 308.

relação às decisões divergentes ao seu interesse, tomadas pelo agente (*residual loss*).<sup>161</sup> O resultado da soma destes custos seria o que os autores chamaram de “custos de agência”.

Consoante o exposto até aqui, vê-se que o fundo de investimento é um ambiente favorável para o desenvolvimento dos conflitos de agência, na medida em que os cotistas e os administradores se amoldam, respectivamente, aos conceitos de *principals* e *agents*, bem como que se considera possível que venha a ocorrer o desalinhamento dos interesses dos cotistas e do administrador e do gestor, pelo que estariam os cotistas sujeitos ao dispêndio de custos de agência. A verificação empírica dos conflitos de agência é ainda mais provável nos fundos de investimento, ao considerarmos que os administradores (*lato sensu*) são quem decidem como aplicar os recursos do fundo (que pertencem ao fundo, e não aos administradores), mas não sofrem as principais consequências das suas decisões de investimento.<sup>162</sup> Em razão disso, podem vir a privilegiar os seus interesses próprios, em detrimento dos interesses dos cotistas, que acabarão suportando eventuais perdas de patrimônio do fundo.

À vista disso, nas subseções que seguem, serão analisadas e tecidas breves considerações acerca: (i) da natureza jurídica da relação entre administrador e cotista e os deveres fiduciários dela decorrentes (subseção 3.3.1); (ii) dos conflitos de agência existentes no fundo de investimento (subseção 3.3.2); e (iii) da ausência de um regime legal ou administrativo próprio do controlador do fundo de investimento (subseção 3.3.3).

### 3.3.1 Natureza da Relação entre Administrador e Cotista e Deveres Fiduciários

Discute-se na doutrina qual seria a relação jurídica estabelecida entre os administradores do fundo de investimento e os seus cotistas, a exemplo do semelhante debate travado no âmbito das sociedades por ações, sobre a natureza da relação jurídica entre administradores e acionistas. Alguns defendem que a relação se caracterizaria como uma espécie de contrato de mandato, pelo qual os administradores representariam o fundo de investimento, que, por sua vez, precisaria permanentemente de um administrador, pois não possui personalidade jurídica.<sup>163</sup>

Em sentido diverso, outros defendem a existência de um “contrato de administração *sui generis*” entre os administradores e o fundo. Por meio de tal contrato, os administradores

<sup>161</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Op. Cit. Loc. Cit.*

<sup>162</sup> RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. *Op. Cit.* p. 58.

<sup>163</sup> AGUIAR, Ruy Rosado de. Aspectos dos fundos de investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). **Estudos Jurídicos em Homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha**. V. 3. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012. p. 301.

exerceriam a função de exteriorizar a vontade do fundo (a função de *presentear* o fundo de investimento), que seria um sujeito de direito próprio e distinto dos cotistas, não sendo os cotistas representados pelo administrador, mas, tão somente, o fundo.<sup>164</sup>

Ressalta-se que não é objeto deste estudo aprofundar a análise da natureza jurídica estabelecida entre os administradores e o fundo de investimento e/ou seus cotistas, tampouco tomar partido com relação às correntes de pensamento apresentadas. Seja como for a caracterização da relação em questão, fato é que, por serem gestores de patrimônio alheio, os administradores possuem, inegavelmente, deveres fiduciários para com o fundo de investimento e com os seus cotistas.

Em outras palavras, a qualificação jurídica da relação entre administrador e o fundo de investimento não deve influenciar na imposição ou não de deveres fiduciários ao administrador, por conta da função que este desempenha no fundo de investimento, sendo gestor de patrimônio que não lhe pertence. Nesse sentido, é o que defende ZANINI, ao tratar da irrelevância da qualificação jurídica da relação entre administração e sociedade para a aplicação dos *fiduciary duties*:

Não há, pois, como se procurou demonstrar, qualquer interferência da qualificação jurídica do administrador no campo explorado neste escrito. E isto porque os deveres impostos aos administradores – dentre os quais se destacam os *fiduciary duties* – são devidos em virtude das peculiares características da função por eles desempenhadas, onde se destaca o fato de que são gestores do patrimônio alheio.<sup>165</sup>

Em exposição sobre os deveres fiduciários dos administradores nas companhias, SPINELLI cogita serem os deveres fiduciários a forma de controle dos administradores mais importante de todas, tendo em vista que não se poderia estabelecer, *a priori*, mecanismos plenamente infalíveis de proteção da sociedade e de seus acionistas.<sup>166</sup> Daí que se infere, portanto, a relevância da disciplina dos deveres fiduciários para o controle dos atos da administração.

A bem da verdade, pode-se verificar diversas manifestações dos *duties of management* – originalmente aplicáveis aos administradores de companhias - aos administradores dos fundos de investimento, dos quais os deveres fiduciários são um exemplo. É o que ensina PARENTE, para quem a regulamentação editada pela CVM para a administração de carteiras de valores

<sup>164</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. p. 143.

<sup>165</sup> ZANINI, Carlos Klein. A Doutrina dos “Fiduciary Duties” no Direito Norte-Americano e a Tutela das Sociedades e Acionistas Minoritários Frente aos Administradores das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Ano 36, nº 109, Jan-Mar/1998. pp. 137-149.

<sup>166</sup> SPINELLI, Luis Felipe. **O Conflito de Interesse na Administração da S/A**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 69.

mobiliários e para os fundos de investimento teria se inspirado na Lei das Sociedades Anônimas.<sup>167</sup>

Exemplos dos deveres fiduciários impostos aos administradores do fundo de investimento são as normas de conduta estabelecidas pelo Art. 92, I a III, da Instrução CVM nº 555/2014.<sup>168</sup> Na hipótese de violação de tais normas de conduta, os administradores ficam sujeitos à responsabilização perante os cotistas (Art. 79, § 4º, da Instrução CVM nº 555/2014), bem como perante o fundo, quando agirem com dolo ou má-fé (Art. 1.368-E, *caput*, do Código Civil) e perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências (Art. 79, § 2º, da Instrução CVM nº 555/2014).

Portanto, os administradores do fundo de investimento, por gozarem de alta confiança dos cotistas, bem como por gerirem patrimônio alheio, devem estar sujeitos a *standards* de comportamento que os proíbam (ou, ao menos, desestimulem-os) a agir em violação aos interesses dos seus fiduciantes (fundo e cotistas). Em sendo violados tais deveres, existirá claro conflito de agência entre os administradores e os fiduciantes, pelo que estes poderão ser prejudicados.

### 3.3.2 Conflitos de Agência entre Administradores e Cotistas

Os conflitos de agência podem ocorrer em diversos campos da relação entre os administradores, fundo de investimento e os seus cotistas. RIBEIRO defende a existência de, pelo menos, dois centros de produção de conflitos de interesse no âmbito dos fundos de investimento, sendo: (i) os conflitos relacionados ao interesse do administrador na estrutura

<sup>167</sup> “A Resolução CVM 21/21, prevê a aplicação de diversos standards de conduta aos administradores de carteira, inclusive os administradores e gestores de fundo de investimento, inspirados na Lei das S.A: boa-fé, transparência, diligência e lealdade. Tais standards também estão previstos na Instrução CVM 555/14.” (PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Coleção Tratado de Direito Empresarial**. V. 6. 3ª Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. *E-book*. Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/title.html?redirect=true&titleKey=rt%2Fmonografias%2F107537009%2Fv3.4&titleStage=F&titleAcct=ia744d7790000015830600eb40975c341#sl=p&eid=f5b8d5606a851cdffd7725c8cc9c4601&eat=a-302562139&pg=III&ppl=&nvgS=false>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023).

<sup>168</sup> “Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.”

remuneratória do fundo de investimento; e (ii) os conflitos relativos aos interesses da instituição financeira da qual os administradores do fundo façam parte.<sup>169</sup>

O primeiro tipo de conflito de interesse pode ser verificado na cobrança de taxas de administração abusivas dos cotistas, que, como já visto, são cobradas independentemente do desempenho do fundo. Essa situação se dá, especialmente, em fundos de varejo, sobretudo em razão da assimetria informacional existente entre administração e cotistas, bem como em virtude da dispersão da propriedade das cotas e do incentivo à manutenção de recursos por longos períodos para obtenção de vantagens tributárias.<sup>170</sup> À medida que os investidores de varejo não estão habituados com as taxas de administração ordinariamente cobradas no mercado (e, portanto, não possuem bases de comparação para aferi-las), são suscetíveis a pagar taxas de administração mais altas e destoantes daquelas cobradas em outros fundos de investimento.

De outra parte, as taxas de performance, que, em tese, serviriam para alinhar os interesses dos administradores do fundo e dos cotistas (caracterizando típico exemplo de custo de vinculação - *bonding expediture*), podem ter o efeito oposto. Explica-se: como as taxas de performance se baseiam na maximização da rentabilidade do fundo, podem os administradores tentar alcançá-las a qualquer custo, acentuando a exposição a riscos pelo fundo de investimento. Tal situação pode tanto gerar resultados positivos para os cotistas e para os administradores, como resultados negativos, os quais, a rigor, são suportados exclusivamente pelos cotistas.<sup>171</sup>

O segundo tipo de conflito de interesse constatado pelo autor decorre do fato de diversos administradores e gestores de fundos de investimento no Brasil estarem vinculados a instituições financeiras, que também fornecem outros serviços que podem ser contratados pelos fundos, assim como comercializam diversos produtos financeiros, que podem inclusive ser objeto de investimento pelos fundos de investimento. Assim, aumenta-se o risco de que os administradores venham a privilegiar os interesses da instituição financeira da qual façam parte em detrimento dos interesses dos cotistas e do fundo.<sup>172</sup>

O conflito de interesses em questão também pode aparecer por meio de operações que não envolvam instituições financeiras propriamente ditas. Exemplo é o caso que foi objeto do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/6143, no qual foram constatadas operações fraudulentas entre administradores de fundo de investimento e partes relacionadas. Nesse caso, uma corretora de valores mobiliários (Pilla CVMC Ltda.) foi condenada à pena de

<sup>169</sup> RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. *Op. Cit.* p. 58.

<sup>170</sup> RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. *Op. Cit.* pp. 58-62.

<sup>171</sup> RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. *Op. Cit.* pp. 63-64.

<sup>172</sup> Ribeiro trata este fenômeno como uma relação “bancocêntrica” entre os administradores, o fundo e os cotistas. RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. *Op. Cit.* pp. 64-66.



multa pecuniária, no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), por realizar negociações excessivas de ativos, na condição de administradora e gestora de fundo de investimento (Pillainvest), de modo a gerar taxas e comissões para a Pilla CVMC Ltda. (prática conhecida no mercado como *churning*).<sup>173</sup>

Para além dos exemplos citados por RIBEIRO, existem outras situações que podem caracterizar conflitos de agência nos fundos de investimento. No âmbito das deliberações externas do fundo, conforme abordadas na seção 2.6.2, cogita-se a possibilidade de o gestor votar com base em seus interesses próprios, ao invés de votar de acordo com os interesses dos cotistas do fundo (ou conforme a deliberação que maximizaria a sua expectativa de resultado). Tal problema de agência pode inclusive ser institucionalizado, na medida em que são os administradores que estabelecem o regulamento e as políticas de investimento e de voto do fundo, quando da sua constituição.

Além disso, colocando-os na posição de controladores gerenciais do fundo de investimento, a tendência é que tais diretrizes de atuação do fundo permaneçam inalteradas, durante todo o prazo de duração do fundo, conforme já destacado. Assim, no contexto de deliberação de uma operação societária em companhia investida pelo fundo, poderia o gestor, por exemplo, exercer o direito de voto do fundo de forma consoante aos seus interesses próprios (como o beneficiamento de partes relacionadas do gestor), ao revés do interesse dos cotistas, que poderiam ser contrários à operação.

Constatada a violação dos deveres fiduciários e a ocorrência do conflito de agência, devem os cotistas e o fundo recorrerem a mecanismos de responsabilização dos administradores, conforme já expostos. Nesse caminhar, em se tratando de hipótese de controle gerencial no fundo de investimento, poderiam os cotistas, em tese, buscar ferramentas legais/regulatórias de responsabilização do controlador do fundo de investimento. Ocorre que, como se verá na seção abaixo, tais ferramentas não são positivadas, o que impede a sua utilização.

### 3.3.3 Responsabilidade dos Administradores no Controle Gerencial

A legislação societária é clara ao estabelecer um regime jurídico próprio do acionista controlador, no âmbito das companhias, por meio dos Arts. 116 e 117 da Lei das Sociedades

---

<sup>173</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador RJ2015/6143**. Partes: Elézio Luiz Brun e Pilla CVMC Ltda. Rel. Diretor Gustavo González. Julg. em 24 de abril de 2018.

por Ações.<sup>174</sup> No entanto, ao pressupor a titularidade da propriedade acionária para o fim de caracterizar a figura do acionista controlador, acaba restringindo a aplicabilidade do regime em questão, deixando de fora a hipótese do controle gerencial, na qual propriedade acionária e controle empresarial são integralmente dissociados. Verifica-se, portanto, uma lacuna legislativa para a responsabilização do administrador que, enquanto controlador gerencial, utiliza-se do poder de controle de forma abusiva.<sup>175</sup>

Na esfera dos fundos de investimento, o problema é ainda mais grave. Nem a legislação nem a regulamentação administrativa se preocupam em estabelecer um sistema de freios e contrapesos próprio para coibir o abuso de poder de controle no fundo de investimento. Não há, de forma positivada, uma figura jurídica do “cotista controlador”, e muito menos dos “administradores controladores”.

Ao que parece, a concepção que se tem dos administradores dos fundos de investimento é que são eles simplesmente prestadores de serviço do fundo, não sendo vistos, nem pela legislação, nem pela regulamentação administrativa, como candidatos a controladores do veículo de investimento.<sup>176</sup> Nesse sentido, é a posição defendida por KUGLER:

A regulamentação dos fundos de investimento não trata especificamente do tema, de tal forma que não se identifica, de forma positivada, um regime jurídico próprio do controlador do fundo de investimento, seja com relação ao administrador, seja com relação ao cotista.

Na realidade, persiste o legislador e regulador no erro, segundo entendemos, de meramente enxergar o administrador como um prestador de serviços do fundo de investimento, quando, na realidade, pode ser o seu controlador, ainda que a título gerencial.

Tal erro leva a distorções, na medida em que os reflexos de um abuso ou desvio podem levar a prejuízos para todos os cotistas, em função da regra de que os “cotistas respondem por eventual patrimônio negativo do fundo”.

Ainda que se diga que cabe ao administrador ou gestor responder pelos ilícitos aplicáveis, fato é que, num contexto de controle gerencial e alta gama de pulverização de cotistas, a efetividade dessa regra recai quase que exclusivamente ao regulador, o que, por certo, não atende ao fim objetivado.<sup>177</sup>

<sup>174</sup> “Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

“Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder”.

<sup>175</sup> OLIVEIRA, Flávia Jardim de; CARVALHO, Gabriela Cerqueira de. O Controle Gerencial e a Responsabilização do Administrador em Caso de Conflito de Interesses. **Revista Discente Direito GV – REDGV**. v. 1. n. 3. Julho/2013. pp. 40-58. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/revdiscentegv/article/view/19617>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>176</sup> O que inclusive é reforçado pela nova Resolução CVM nº 175/2022, ao caracterizar o administrador e o gestor do fundo de investimento como “prestadores de serviço essenciais”.

<sup>177</sup> KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento**. 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020. pp. 154-155.

Nada obstante a imposição de deveres fiduciários aos administradores do fundo de investimento, tem-se que a caracterização da quebra de tais deveres não prescinde de árdua dificuldade prática de demonstração probatória da violação de *standards* de conduta, tornando-a mais complexa, assim como, conseqüentemente, a responsabilização dos administradores. Nesse contexto, a complexidade é agravada quando da ocorrência do controle gerencial no fundo de investimento, ante a inexistência de um regime jurídico próprio de deveres e responsabilidades do controlador.

#### 4 ALTERNATIVAS TECNOLÓGICAS PARA A REDUÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Como visto até aqui, diferentemente da estrutura de uma companhia, o sistema jurídico aplicável ao fundo de investimento proporciona a concentração do poder de decisão das principais questões do fundo nas mãos dos administradores. A bem da verdade, em um contexto de alta dispersão da propriedade de cotas do fundo e de intenso ativismo dos administradores, pode-se cogitar um cenário de inação e de indiferença dos cotistas durante todo o prazo de duração do fundo.

Nesse contexto, em que pese sejam os cotistas os detentores precípuos do poder de controle do fundo de investimento, potencializa-se a instalação de um verdadeiro controle gerencial por parte dos administradores do fundo. Consequentemente, acentua-se a propensão à ocorrência de conflitos de agência entre os administradores e os cotistas, na medida em que, em decorrência da elevação dos custos de agência diante do controle gerencial, os cotistas não tendem a se preocupar com uma fiscalização pujante da atuação dos administradores.

Para EIZIRIK, o aumento dos custos de agência (especialmente dos *monitoring expeditures*, na classificação de JENSEN e MECKLING)<sup>178</sup>, no caso dos fundos de investimento, daria ensejo a um fenômeno chamado de “apatia racional”, consistente no absenteísmo voluntário e deliberado por parte dos cotistas do fundo, que concluiriam pela preponderância dos custos de participação sobre os custos de inércia. Ou seja, para o autor, a participação dos cotistas em decisões do fundo somente ocorreria se os custos de participação fossem menores do que os custos de não se envolver em atividades deliberativas.<sup>179</sup>

O abuso do poder de controle, por parte dos administradores, engendra a quebra dos deveres fiduciários destes para com o fundo e com os cotistas, dando ensejo à maximização do interesse dos administradores em detrimento do interesse dos cotistas. Trata-se de um agir em violação à confiança depositada pelos cotistas nos administradores. As normas de conduta

<sup>178</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. v. 3. nº 4. Out., 1976. p. 308.

<sup>179</sup> Escreve o autor, ao tratar do absenteísmo dos acionistas minoritários de uma sociedade anônima: “Como explicar o absenteísmo dos acionistas minoritários? Por que eles não se interessariam em participar do processo decisório que pode afetar os seus patrimônios? A chamada “apatia racional” descreve o comportamento dos acionistas quando o custo de manter-se informado e participar das assembleias gerais é superior ao benefício individual esperado por tal comportamento. Ou seja, vale mais a pena, do ponto de vista econômico, manter-se apartado da participação informada nas decisões coletivas do que nelas se envolver. (...) quando o custo de informar-se para participar do processo decisório é desproporcional aos benefícios esperados, os quais, além de tudo, serão repartidos com outros que neles não incorreram (os *free riders* ou “caronas”), o acionista pode racionalmente decidir não tomar parte das decisões da sociedade. (EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada**. Vol. 3. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 303-304).

impostas aos administradores são insuficientes para fazer cessar um comportamento continuado ou padronizado de abusos, servindo tão somente para coibir situações isoladas e eventuais. É o que explica SALOMÃO FILHO:

(...) as tradicionais normas de conduta não são capazes de disciplinar a atuação das empresas com poder econômico. Isso porque a naturalidade do abuso modifica o padrão de comportamento do agente que passa a ter como comportamento normal o abuso. Esse abuso deixa de ser exceção, transformando-se em regra. Nessa hipótese, a correção do padrão de comportamento por normas de conduta é bastante ineficaz pelo simples fato de que essas normas estão voltadas à sanção de atos isolados, sendo incapazes de disciplinar (ou sancionar) uma atividade continuada ou um padrão de comportamento.<sup>180</sup>

Assim sendo, conforme ensina o mesmo autor, seriam necessárias soluções estruturais em complementação à imposição de normas de conduta aos administradores, que permitissem uma mudança no padrão de comportamento e na estrutura das relações internas de uma organização.<sup>181</sup> Trata-se, do que falam ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, das “estratégias de governança” para fins de redução dos conflitos de agência. Para os autores, as estratégias de governança seriam aquelas voltadas a facilitar “o controle dos representados sobre o comportamento do agente”. A eficácia de tais estratégias seria condicionada à capacidade de os representados exercerem os seus direitos de controle sobre os agentes.<sup>182</sup>

Aqui, entram em jogo os mecanismos da governança corporativa relacionados aos sistemas de controle e monitoramento dos administradores do fundo de investimento, para fins de direcionar a tomada de decisão destes em conformidade com os interesses dos cotistas.<sup>183</sup> Tais mecanismos podem ser concretizados por meio de inovações tecnológicas aplicadas ao direito, especialmente do direito societário e do mercado de capitais, que permitam a horizontalização da relação entre os cotistas e os administradores do fundo de investimento, assim como a democratização do fundo, por meio da ampliação do acesso à informação, da participação dos cotistas e da influência nas principais tomadas de decisão.

Como explica CATTAN:

O avanço da tecnologia pode ser mais um fator a reduzir a alienação dos acionistas em relação às deliberações sociais. A existência de mecanismos instantâneos de comunicação por meio de telefones celulares, plataformas virtuais e aplicativos torna

<sup>180</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 80.

<sup>181</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.* p. 81-82.

<sup>182</sup> ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier et. al. **A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparada e Funcional**. Trad. Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018. p. 83.

<sup>183</sup> BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 28.

cada vez mais fácil e rápida a interação entre acionistas e administradores, possibilitando eventualmente a realização de consultas em tempo real.<sup>184</sup>

Trata-se, portanto, de modernizar as relações estabelecidas no fundo de investimento com o auxílio da tecnologia, por meio de ferramentas já existentes (e inclusive positivadas na regulamentação administrativa, como se verá) ou que ainda estejam em etapas de testes e/ou em desenvolvimento. Com isso, persegue-se o objetivo imediato de democratizar a participação dos cotistas no fundo de investimento e, como objetivo mediato, reduzir os conflitos e os custos de agência.

Assim sendo, em um primeiro momento, será delimitado o conceito de “democratização” que ora se pretende utilizar (subseção 4.1), para, na sequência, chegar-se às alternativas tecnológicas que poderão concretizar a democratização das relações internas no fundo de investimento e, como consequência, reduzir os problemas de agência (subseção 4.2).

#### 4.1 DA DEMOCRATIZAÇÃO SOCIETÁRIA NO FUNDO DE INVESTIMENTO

A democratização pode assumir diversos significados, sendo que, para alguns autores, nem todos eles serão aplicáveis à integralidade das organizações humanas. É o que sustenta COELHO, ao afirmar que “não há como falar-se de “democratização” das relações entre sócios, senão no sentido metafórico de reequilíbrio” de uma relação básica de poder.<sup>185</sup> Para o autor, caso se entenda a democracia como a prevalência da vontade da maioria de um grupo de pessoas, nem todas as organizações serão democráticas e, inclusive, seria desejável que nem todas assim o fossem, sob uma perspectiva de eficiência econômica.<sup>186</sup>

No caso das sociedades anônimas, não se verifica uma democracia no sentido da prevalência da vontade da maioria dos acionistas, na medida em que não se atribui a cada acionista um voto, mas sim um voto a cada ação, nos termos do Art. 110, *caput*, da Lei das S.A.<sup>187</sup> É o que se consubstancia no chamado princípio do *one share, one vote*. A justificativa, para tanto, é a noção da proporção da tomada de riscos pelo acionista. A rigor, quanto maior o número de ações de propriedade do acionista, maior será o risco assumido por este com relação à companhia, considerando que a sua responsabilidade está intimamente conectada ao número

<sup>184</sup> CATTAN, Isaac. **Democracia Acionária: Distribuição e Exercício do Poder nas Organizações Empresariais**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: GZ, 2021. p. 63.

<sup>185</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre os Acionistas. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. (Coord). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 47.

<sup>186</sup> *Ibidem*. p. 47.

<sup>187</sup> “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral”.

de ações subscritas ou adquiridas.<sup>188</sup> A partir da noção de risco tomado pelo acionista, defende COELHO que tal relação de proporcionalidade seria *uma questão de justiça*, de modo que *quem investiu mais, manda mais*.<sup>189</sup>

O mesmo raciocínio é trasladado para os fundos de investimento. Não é correto se falar em uma democracia da prevalência da vontade da maioria do número de cotistas do fundo, uma vez que não se atribui a cada cotista um voto, mas sim um voto a cada cota de sua propriedade. Assim, vige o mesmo princípio do *one share, one vote*, importado e adaptado do direito das companhias, que, no fundo de investimento, consubstancia-se na razão de “uma cota, um voto”.<sup>190</sup>

A partir do exposto, poder-se-ia cogitar que as sociedades anônimas, assim como os fundos de investimento, não seriam ambientes propícios à instalação da democracia societária. E isso se daria por uma redução do conceito de democracia à noção da prevalência da vontade da maioria das pessoas de uma organização social. Entretanto, seria esta a única noção que compõe o conceito de democracia? Entendemos que não, conforme se passa a explicar.

Em estudo dedicado à análise do fenômeno da “democracia acionária”, CATTAN estabelece, a partir de premissas teóricas advindas da Teoria do Estado, um conceito-norte de democracia para fins de partida, com o objetivo de se chegar a uma compatibilização de tal conceito com a definição de “democracia acionária”. Nesse sentido, afirma o autor que tal conceito-base seria o seguinte:

Um método, sistema ou regime de composição de interesses conforme a vontade expressa pelas maiorias, dotado de proteções e garantias fundamentais para todos seus membros e inclusive para as minorias, caracterizado pela participação universal no processo decisório e pelo acesso irrestrito ao poder administrativo, seja direto ou representativo.<sup>191</sup>

Como visto acima, para fins de compatibilização do conceito com algumas organizações sociais, tal como veículos de investimento – dos quais os fundos de investimento são espécies –, necessariamente se renunciaria à primazia da vontade expressa pela maioria de membros da mesma organização. Nada obstante a isso, não se pode descaracterizar a existência da democracia, enquanto regime de composição de interesses, em tais organizações sociais.

<sup>188</sup> Vide Art. 1º da Lei das S.A.

<sup>189</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre os Acionistas. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. (Coord). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. pp. 49-53.

<sup>190</sup> Para mais informações, ver seção 2.6.1.

<sup>191</sup> CATTAN, Isaac. **Democracia Acionária: Distribuição e Exercício do Poder nas Organizações Empresariais**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: GZ, 2021. p. 16.

É que o direito de voto não seria o único elemento que comporia a democracia acionária. Para além dele, a democracia acionária também pressuporia a existência de canais de participação popular e de direitos fundamentais dos membros da organização, de modo a impedir o sufocamento daqueles que não detêm o poder de controle da organização pela imposição de regras ou valores (assim como de interesses) por parte do seu detentor.<sup>192</sup>

Nesse ponto, deve-se ressaltar o alerta feito por COELHO, não podendo se confundir regimes *não-democráticos* e *anti-democráticos* de organizações sociais, sendo certo que o detentor do poder de controle de uma organização social não poderia ser “autoritário ou surdo às contribuições dos demais envolvidos na mesma organização”. De acordo com o autor:

O estado contemporâneo deve ser organizado democraticamente, isto é indiscutível. Mas o modelo apropriado para a organização política do estado não serve necessariamente às demais organizações sociais. Existir espaço, dentro da sociedade anônima, para que os investidores de menor risco possam dar suas contribuições aos rumos da empresa é, sem dúvida, sempre oportuno à eficiente exploração da atividade econômica – e tolo o controlador que não lhes dispensa a devida atenção; mas a palavra decisiva cabe ao investidor (ou investidores) de maior risco, no modelo mais *justo* de organização empresarial.<sup>193</sup>

No caso dos fundos de investimento, a instalação de um regime democrático (democratização) seria acompanhada, portanto, da ampliação da participação social daqueles que não possuem o poder de controle no fundo de investimento, assim como da garantia de direitos protetivos da condição de subordinação à vontade de um controlador do fundo. A caracterização do processo de democratização do fundo de investimento seria a soma, nessa lógica: (i) da ampliação da participação de todos os interessados no fundo de investimento; e (ii) da existência de direitos que protegessem os interessados de abusos por parte do controlador do fundo de investimento.

Esses pressupostos se coadunariam ao que SALOMÃO FILHO conceitua, respectivamente, como soluções orgânicas ou estruturais e soluções por meio de regras de conflito para os problemas de conflitos de interesse no direito societário,<sup>194</sup> conforme já abordado em tópico acima. Ao que nos parece, a solução por meio de regras de conflito se trataria de uma solução *lege ferenda*, diante da omissão legislativa e regulatória, assim como da ineficiência, do arcabouço jurídico atualmente existente e aplicável aos fundos de investimento, como analisado no tópico 3.3.3. Por outro lado, a solução estrutural,

<sup>192</sup> *Ibidem*. pp. 59-60.

<sup>193</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre os Acionistas. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. (Coord). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 48.

<sup>194</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. pp. 75-100.



consubstanciada na ampliação participativa dos interessados no fundo de investimento, poderia ser concretizada a partir de técnicas de deliberação e de instrumentos de voto já existentes ou ainda em elaboração, alicerçados em meios tecnológicos, conforme serão explorados em tópico adiante (subseção 4.2).

Sob a ótica da teoria de CATTAN, aplicada aos fundos de investimento, a democratização societária poderia ser alcançada não pela atribuição numericamente equitativa de votos a cada cotista do fundo, mas por um exercício democrático muito mais complexo, que envolveria a inclusão – no processo decisório do fundo de investimento – de todas as partes legitimamente interessadas no fundo.<sup>195</sup> A inclusão mencionada, no entanto, seria caracterizada como um problema de acesso à participação, e não como uma exclusão participativa propriamente dita.<sup>196</sup>

Trata-se de modelo semelhante ao modelo de governança proposto por POUND para as grandes companhias nos Estados Unidos da América – onde o controle gerencial é mais acentuado<sup>197</sup> –, denominado de *governed corporation*, em oposição ao modelo de *managed corporation*. Para o autor, os principais fracassos da companhia decorreriam não de um problema de supervisão dos administradores, mas sim de um problema voltado ao processo de tomada de decisão das companhias.<sup>198</sup> Nesse sentido, sustenta POUND:

The managed-corporation model, a legacy of the rise of large public companies and dispersed shareholders, has dominated the corporate arena for decades. But in today's business environment, it does not make sense. Most managers do not have excess power, and most corporate failures are not the result of power imbalances. Instead, failures usually result from a few well-intentioned but flawed management decisions that are not challenged in an efficient, effective manner. Corporate failures occur because of subtle failures in the decision-making process – in how boards and managers make decisions and monitor corporate progress.<sup>199</sup>

<sup>195</sup> CATTAN, Isaac. **Democracia Acionária: Distribuição e Exercício do Poder nas Organizações Empresariais**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: GZ, 2021. p. 60.

<sup>196</sup> Isso porque os cotistas do fundo, a rigor, têm o direito de participar das assembleias de cotistas e de nelas exercer o direito de voto. Todavia, na prática, constata-se o problema já relatado de forte absentismo e da apatia racional dos cotistas, potencializando-se a instalação do controle gerencial por parte dos administradores.

<sup>197</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2014. pp. 60-64.

<sup>198</sup> De acordo com POUND, no modelo da *managed-corporation*, os acionistas e os administradores seriam separados da elaboração de estratégias e adoção de políticas corporativas. Nesse modelo, as principais decisões seriam propostas por diretores das companhias (*managers*) e aprovadas por um conselho de administração (*boards*), que seriam desencorajados a levar em consideração a opinião dos acionistas da companhia. Para o autor, as opiniões políticas dos acionistas somente seriam consideradas pelos administradores quando houvesse uma disseminação de tais opiniões por um grande grupo de acionistas, o que implicaria um sentimento de ameaça à permanência dos administradores em seus cargos, motivando-os a ouvirem os acionistas. Do contrário, opiniões isoladas sequer seriam consideradas. POUND, John. The Promise of Governed Corporation. **Harvard Business Review**. Mar-Abr/1995. Disponível em: <https://hbr.org/1995/03/the-promise-of-the-governed-corporation>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>199</sup> Em tradução livre: “O modelo da companhia administrada, um legado da ascensão de grandes empresas públicas e acionistas dispersos, tem dominado a arena corporativa durante décadas. Mas, no ambiente

O modelo da *governed corporation* trataria de mitigar tais fracassos por meio da ampliação da participação dos interessados na companhia (administradores e acionistas). De acordo com POUND, o passo mais importante para a criação de tal modelo seria o envolvimento dos administradores e dos acionistas no processo de decisão. CATTAN, sintetizando a teoria de POUND, explica que:

[A] primeira providência para a existência de uma empresa devidamente “governada” é envolver administradores e acionistas na tomada de decisões. Assim como o sistema político democrático não pode funcionar sem o envolvimento dos cidadãos, o sistema decisório societário não funciona sem o envolvimento e a devida informação de três grupos críticos: conselheiros, diretores e acionistas. As contribuições de acionistas e conselheiros aos diretores evitam a tomada de decisões equivocadas e a ocorrência de “falsos consensos” ao fomentarem o debate. Com isso, pode-se dizer que a sociedade passa a ser democraticamente “governada”, e não simplesmente “administrada”, visto que todas as três instâncias que a constituem possuem voz ativa.<sup>200</sup>

Assim sendo, no âmbito do fundo de investimento, a democratização seria o processo de instalação de um regime de governança democrático, pressuposto na ampliação da participação dos interessados no poder diretivo do fundo (cotistas e administradores), bem como na imposição de normas jurídicas aptas a coibirem a prática de atos abusivos decorrentes da estrutura de poder de controle instalada no fundo de investimento.

Cabe referir, por fim, que tal modelo não se destinaria a subverter a lógica de funcionamento dos fundos de investimento, retirando dos cotistas ou dos administradores prerrogativas e poderes conferidos por lei e/ou por regulação administrativa. Ao contrário, teria por finalidade viabilizar a ampliação da participação de todos os interessados no fundo, para fins de alinhamento e composição de interesses, e, por conseguinte, redução dos problemas de agência.

Afinal, se, conforme a Resolução CVM nº 175/2022, após a ocorrência de operações mal-sucedidas pelos administradores, têm os cotistas a prerrogativa de avaliar o plano de resolução do patrimônio líquido do fundo, parece-nos fazer sentido que a mesma prerrogativa a eles fosse conferida anteriormente à tomada de decisão equivocada. Na ausência da participação dos interessados na tomada de decisão nos momentos iniciais, tornam-se as decisões tomadas sem a sua participação suscetíveis a falhas (e ao surgimento de problemas de

---

empresarial atual, não faz sentido. A maioria dos diretores não tem excesso de poder, e a maioria das falhas empresariais não são resultados de equilíbrios de poder. Em vez disso, as falhas resultam geralmente de algumas decisões de gestão bem-intencionadas mas com falhas que não são contestadas de forma eficiente e eficaz. As falhas corporativas ocorrem devido a falhas sutis no processo de tomada de decisões – na forma como os conselhos de administração e diretores tomam decisões e monitoram o desenvolvimento corporativo”. POUND, John. The Promise of Governed Corporation. **Harvard Business Review**. Mar-Abr/1995. Disponível em: <https://hbr.org/1995/03/the-promise-of-the-governed-corporation>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>200</sup> CATTAN, Isaac. **Democracia Acionária: Distribuição e Exercício do Poder nas Organizações Empresariais**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: GZ, 2021. p. 60.

agência), conforme defendido por POUND, de modo que a inclusão dos cotistas no processo de tomada de decisão somente após a constatação do patrimônio líquido negativo do fundo pode ser tarde demais.

## 4.2 ALTERNATIVAS TECNOLÓGICAS PARA A DEMOCRATIZAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO E REDUÇÃO DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA

Em linha com o exposto acima, nesta seção final, serão brevemente apresentadas algumas alternativas destinadas à promoção da participação dos cotistas na tomada de decisão do fundo de investimento, por meio da tecnologia. Na primeira subseção, serão abordadas alternativas tecnológicas já existentes e reguladas administrativamente pela Comissão de Valores Mobiliários, sendo as assembleias digitais de cotistas e o voto à distância (subseção 4.2.1). Por fim, abordaremos uma alternativa tecnológica que atualmente está em desenvolvimento no exterior, relacionada às plataformas de orientação de voto (subseção 4.2.2).

### 4.2.1 Assembleias Digitais de Cotistas e Voto à Distância

Conforme referido na seção 2.6.1 deste trabalho, a assembleia de cotistas é a instância máxima de deliberação no fundo de investimento, possuindo competências privativas de decisão das principais questões do fundo de investimento, a exemplo das competências de alterações do regulamento e da política de investimentos do fundo, assim como de destituição e substituição do administrador e do gestor, de forma *ad nutum*. Em princípio, a assembleia de cotistas seria o *locus* de exercício do poder de controle do fundo de investimento, nas modalidades em que o controle não é totalmente dissociado da propriedade de cotas.

Ademais, as assembleias de cotistas também são deveras importantes para fins de monitoramento da atuação dos administradores e do cumprimento de seus deveres fiduciários para com os cotistas, tendo em vista a relação de agência estabelecida com estes. De acordo com NASCIMENTO, sob a ótica do direito das companhias, as assembleias gerais “teriam importante papel no monitoramento realizado coletivamente pelos acionistas”, elencando três funções fundamentais desempenhadas pelo órgão deliberativo:

Tradicionalmente, diz-se que as Assembleias Gerais possuem importante papel no monitoramento realizado coletivamente pelos acionistas, uma vez que, por meio dessas: (i) os acionistas recebem da companhia informações sobre relevantes e diversos temas pertinentes à companhia (*information function*); (ii) são oferecidos aos acionistas um local para discussões e formulação de questões (*forum function*); e (iii)

os acionistas se reúnem para, coletivamente, tomarem decisões (*decision-making function*), que – em última análise – corresponderão à formação da vontade social.<sup>201</sup>

No entanto, devido à alta dispersão da propriedade de cotas no mercado de valores mobiliários, bem como aos elevados custos de agência, nota-se um forte grau de absenteísmo em assembleias de cotistas. Tal comportamento, inclusive, foi antevisto pela regulamentação administrativa, ao se estabelecer que a aprovação das demonstrações financeiras do fundo pode ocorrer automaticamente na hipótese de não instalação da assembleia de cotistas, pela ausência de quórum, desde que inexistam ressalvas dos auditores.<sup>202</sup> Já se comentou que alguns autores chegaram a afirmar que as assembleias de cotistas, a bem da verdade, não passariam de uma “ficção”, sendo as decisões do fundo tomadas pelos administradores,<sup>203</sup> mediante a instalação de um verdadeiro controle gerencial no fundo de investimento. Ao que parece, a regulação da CVM parece ter positivado regras jurídicas para a consecução de tal fenômeno.

Nesse contexto, ganha relevância a alteração da forma de realização das assembleias gerais, por meio da evolução tecnológica aplicada ao direito societário e ao mercado de capitais. As chamadas “assembleias digitais” já são uma realidade no Brasil (sobretudo após os reflexos da pandemia da Covid-19, em virtude da necessidade de modernização advinda do contexto de isolamento social e de imposição de medidas sanitárias) e possibilitam a ocorrência da democratização nas companhias e nos fundos de investimento, por meio da ampliação da participação dos interessados, bem como a redução de custos de participação e de promoção das assembleias.<sup>204-205</sup> Consoante se posiciona NASCIMENTO:

A despeito de, no Brasil, as Assembleias Digitais e Híbridas terem sido adotadas como resposta às demandas surgidas com a pandemia da Covid-19; em sua concepção original, a aplicação de tecnologias às assembleias busca permitir a participação remota de investidores, a fim de reduzir o fenômeno do absenteísmo e estimular o ativismo societário.<sup>206</sup>

<sup>201</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Assembleias Digitais e outros Reflexos das Tecnologias nas Assembleias de S/A**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 113.

<sup>202</sup> Vide Art. 74 da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>203</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 3ª ed. rev. amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 93.

<sup>204</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Op. Cit.* pp. 139-141.

<sup>205</sup> De acordo com Renato Ventura Ribeiro, os principais fatores de absenteísmo em assembleias gerais estariam ligados a questões materiais, como a distância geográfica, com elevados custos de deslocamento e gastos de tempo. Inclusive, o autor refere que, no contexto de assembleias gerais de companhias, normalmente o acionista gastaria mais tempo em deslocamento do que efetivamente participando da assembleia, o que reduziria o seu custo-benefício de participação na assembleia geral e proporcionaria o comportamento de apatia racional, especialmente com relação a acionistas minoritários. RIBEIRO, Renato Ventura. Aplicação de Novas Tecnologias nas Assembleias Gerais de Sociedades Anônimas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009. pp. 284-285.

<sup>206</sup> BARROSO, João Pedro Barroso do. Assembleias Digitais e Voto à Distância em Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 94, pp. 83-115, 2021. Disponível em:

É bem verdade que a realização de assembleias gerais de forma tradicional, não se utilizando do formato digital ou híbrido, importaria na impossibilidade do comparecimento de diversos cotistas titulares de pequenas participações no fundo de investimento às assembleias de cotistas, sendo um fator de restrição à participação destes. A participação dos cotistas, nesse caso, seria economicamente ineficiente ou até mesmo inviável, dada a baixa expressividade de suas orientações de voto e os custos de deslocamento que seriam incorridos pelos cotistas para o comparecimento à assembleia (que, inclusive, poderiam superar o valor de mercado das próprias cotas detidas). Nesse contexto, as assembleias digitais permitem a participação de tais cotistas, por meio da eliminação dos custos de deslocamento.

As assembleias digitais podem assumir diversas formas, podendo ser realizadas de forma inteiramente digital (*i. e.* de modo que todos os ritos e procedimentos assembleares sejam realizados eletronicamente e/ou utilizem meios eletrônicos e/ou de comunicação remota para serem realizados, substituindo integralmente a realização de uma assembleia presencial)<sup>207</sup> ou em formato híbrido ou “semipresencial” (*i. e.* sendo realizada concomitantemente de forma presencial e remota).

Nos fundos de investimento, as assembleias digitais são admitidas e, inclusive, previstas na regulação administrativa editada e publicada pela CVM. Todavia, existe a necessidade de tal forma de realização das assembleias gerais de cotistas estar prevista expressamente no regulamento do fundo, assim como os respectivos procedimentos assembleares. É o que dispõe o Art. 72 da Instrução CVM nº 555/2014:

Art. 72. De acordo com os procedimentos definidos no regulamento, a assembleia geral pode ser realizada por meio eletrônico, devendo estar resguardados os meios para garantir a participação dos cotistas e a autenticidade e segurança na transmissão de informações, particularmente os votos, que devem ser proferidos por meio de assinatura eletrônica legalmente reconhecida.<sup>208</sup>

<https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad82d9a000001869b0390a4f641c76d&docguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&hitguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&spos=1&epos=1&td=393&context=16&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=true&isFromMultiSumm=true&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>207</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Op. Cit.* p. 115.

<sup>208</sup> No âmbito da nova Resolução CVM nº 175/2022, a regulação administrativa é ainda mais específica, ao prever expressamente a possibilidade de realização das assembleias gerais de cotistas de forma exclusivamente eletrônica, caso os cotistas somente possam participar e votar por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico, ou de forma parcialmente eletrônica, quando os cotistas poderão participar e votar tanto presencialmente quanto à distância por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico, tudo nos termos do Art. 75, I e II, da Resolução CVM nº 175/2022. Ademais, a referida Resolução parece ter retirado a obrigatoriedade de previsão expressa da possibilidade de realização das assembleias digitais no regulamento do fundo de investimento.

Ademais, a regulação administrativa também admite expressamente a votação à distância por parte do cotista do fundo de investimento, por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida, no entanto, antes da realização da assembleia pelo administrador do fundo, vide Art. 73 da Instrução CVM nº 555/2014. Nesse ponto, cabe diferenciar a participação à distância do cotista do exercício do voto à distância.

O voto à distância pode assumir diferentes formatos, podendo ser realizado de forma física ou eletrônica. Consiste no ato de realizar o exercício do direito de voto por meio do preenchimento de um formulário padronizado, o qual será enviado para um consolidador de informações, que será responsável por recebê-lo e contabilizar todos os votos que forem exercidos pelos cotistas.<sup>209</sup>

De outra parte, a participação à distância do cotista se concretiza por meio da realização da assembleia digital (seja integral ou parcialmente digital) e visa a reproduzir a experiência sensorial completa de uma assembleia geral, permitindo ao cotista o acompanhamento das apresentações de relatórios por parte dos administradores, a realização de perguntas aos administradores em tempo real, a discussão das matérias constantes da ordem do dia com os administradores e com outros cotistas que se façam presentes e o exercício do direito de voto em tempo real. Em razão disso, trata-se de ato mais complexo e que pressupõe um monitoramento mais acentuado sobre os administradores por parte dos cotistas.

Dessa forma, poder-se-ia afirmar que, enquanto o voto à distância auxiliaria na concretização da *decision-making function* das assembleias gerais, a participação à distância permitiria a concretização de todas as funções das assembleias gerais anteriormente apresentadas (*information function*, *forum function* e *decision-making function*), sendo mais eficiente sob uma perspectiva de ampliação da participação dos cotistas. Nada obstante a isso, cabe destacar que as duas formas de participação dos cotistas em assembleias gerais são importantes e positivas para o cumprimento do desiderato da democratização na tomada de decisões do fundo de investimento.

Destaca-se, por derradeiro, que a existência de tais alternativas tecnológicas não implica no estímulo automático ao ativismo dos cotistas do fundo, apesar de reduzir custos de agência e possibilitar a participação dos cotistas nas decisões assembleares de forma facilitada. Mesmo com tais alternativas tecnológicas à disposição, pode ser que o absenteísmo dos cotistas continue sendo característico nos fundos de investimento. Dessa forma, a implementação do ativismo, aliado às alternativas tecnológicas à disposição, perpassa pelo incentivo da Comissão

---

<sup>209</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Assembleias Digitais e outros Reflexos das Tecnologias nas Assembleias de S/A**. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p. 174.

de Valores Mobiliários à mobilização dos cotistas para a participação nas tomadas de decisão do fundo e para a fiscalização da atuação dos administradores.<sup>210</sup>

#### 4.2.2 Plataformas de Orientação de Voto

Na subseção anterior, abordaram-se alternativas tecnológicas para o aumento da participação dos cotistas em assembleias de cotistas, consistindo na democratização das deliberações internas do fundo de investimento com relação à tomada de decisão e à fiscalização da atuação dos administradores. Por outro lado, vem sendo noticiado o desenvolvimento de mecanismos tecnológicos de democratização da influência e participação dos cotistas em deliberações externas do fundo de investimento, sobretudo em âmbito internacional.

Nesse contexto, recentemente houve o anúncio por parte da *BlackRock* – uma das principais gestoras de ativos com atuação internacional – da disponibilização de uma plataforma de orientação de voto aos cotistas de seus fundos de investimento destinados ao varejo.<sup>211</sup> A plataforma em questão é denominada *Voting Choice*, e permite que os cotistas optem por exercer diretamente o direito de voto relativo às ações investidas pelo fundo, outorgar o direito de voto à própria gestora ou aderir a uma das recomendações de voto disponibilizadas por assessores e analistas da gestora.

Lançada em 2021, a plataforma foi originalmente destinada a investidores institucionais, o que permitiu que investidores responsáveis por aportes na monta de aproximadamente US\$1.800.000.000,00 (um trilhão e oitocentos bilhões de dólares) em fundos de investimento administrados pela *BlackRock* pudessem optar por como gostariam que o direito de voto decorrente de suas ações fosse exercido. Deste grupo, investidores responsáveis por aproximadamente US\$452.000.000,00 (quatrocentos e cinquenta e dois bilhões de dólares)

<sup>210</sup> NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Assembleias Digitais e Voto à Distância em Fundos de Investimento. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 94, pp. 83-115, 2021. Disponível em:

<https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=rl&srguid=i0ad82d9a000001869b0390a4f641c76d&docguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&hitguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&spos=1&epos=1&td=393&context=16&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=true&isFromMultiSumm=true&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>211</sup> MASTERS, Brooke. BlackRock Opens Door for Retail Investors to Vote in Proxy Battles. *Financial Times*. Nova Iorque, 3 de novembro de 2022. Disponível em: <https://www.ft.com/content/6446b81f-a1b4-492f-b335-62f0ef11e7c>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

optaram por utilizar a plataforma, o que representa uma adesão por aproximadamente 25% (vinte e cinco por cento).<sup>212</sup>

Em 2023, sobreveio notícia de que a gestora estaria iniciando a disponibilização do *Voting Choice* para a sua base de investidores de varejo. De acordo com o Diretor Presidente (CEO) da *BlackRock*, Laurence Fink, a tecnologia estaria proporcionando uma revolução na democracia acionária, que poderia transformar a relação entre os proprietários de ativos e as companhias investidas.<sup>213</sup> Em carta divulgada aos investidores da *BlackRock* em 2023, o CEO reiterou o seu compromisso de adicionar “mais vozes” à governança corporativa, para fins de fortalecimento da democracia acionária no futuro.<sup>214</sup>

Trata-se, portanto, de plataforma que potencializa a democratização da participação dos cotistas em deliberações externas dos fundos de investimento. Nessa sistemática, o cotista teria a liberdade, caso assim o desejasse, de optar pelo exercício direto do direito de voto decorrente das ações de companhias investidas pelo fundo.

Cabe destacar, no entanto, que existem inúmeras diferenças entre os fundos de investimento constituídos nos Estados Unidos da América e aqueles constituídos no Brasil, a começar pela própria natureza jurídica. Aqui, adotou-se a teoria do condomínio especial, enquanto nos EUA os fundos de investimento podem ser estruturados, dentre outras, sob as formas de *trusts* ou de sociedades.<sup>215</sup>

Em uma primeira análise, a importação direta de tal alternativa tecnológica para os fundos de investimento brasileiros subverteria as prerrogativas e competências estabelecidas para os cotistas e para os administradores do fundo pela legislação e regulamentação da CVM. Isso porque, no Brasil, o exercício do direito de voto decorrente dos ativos investidos pelo fundo deve ser exercido pelo seu gestor. O destaque aqui realçado serve para indicar a necessidade de um profundo estudo apartado deste trabalho para avaliar a compatibilização de tais plataformas de orientação de voto com os arcabouços legal e regulatório dos fundos de investimento no Brasil.

<sup>212</sup> BLACKROCK. Empowering Investors Through Voting Choice. **Anais Eletrônicos**. Novembro, 2022. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/voting-choice-factsheet.pdf>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>213</sup> FINK, Laurence. The Transformative Power of Choice in Proxy Voting. 2022. **Carta aos Clientes da BlackRock**. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship/blackrock-voting-choice/proxy-voting-power-of-choice>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

<sup>214</sup> *Idem*. Larry Fink’s Annual Chairman’s Letter to Investors. **Carta Anual aos Investidores da BlackRock**. 2023. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-annual-chairmans-letter>. Acesso em 20 de março de 2023.

<sup>215</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 30.



De toda forma, não se pode descartar que tais plataformas possam auxiliar no processo de democratização dos fundos de investimento, por meio do aumento da influência dos cotistas na tomada de decisão dos gestores com relação aos ativos investidos pelo fundo. Ainda que a importação direta possa ser problemática, as plataformas de orientação de voto podem ser relevantes para a composição dos interesses dos cotistas e dos administradores, assim como para conferir transparência ao exercício do direito de voto pelo gestor e a sua vinculação ao interesse dos cotistas. Poder-se-ia cogitar, por exemplo, a utilização de tais plataformas para fins de utilização, pelo próprio gestor, para analisar as preferências dos interesses dos cotistas com relação a determinadas pautas a serem votadas pelas companhias investidas pelo fundo.

Ademais, na hipótese de controle de uma companhia investida por um fundo de investimento em ações, as principais deliberações da investida seriam tomadas, indiretamente, pelo gestor do fundo. O gestor, nesse caso, não teria um risco financeiro direto associado às suas decisões, recaindo os riscos, diretamente, sobre a companhia investida e sobre o fundo, e, indiretamente, sobre os cotistas do fundo. Assim sendo, poder-se-ia cogitar a adoção de uma plataforma de orientação de voto, tal como o *Voting Choice*, para condicionar e vincular o voto do gestor aos interesses manifestados pelos cotistas do fundo previamente a eventuais deliberações relevantes a serem adotadas na companhia investida, como a realização de reorganizações societárias, a alienação de controle ou a venda de ativos.

Relembra-se que, nos fundos de investimento brasileiros, os cotistas são responsáveis, a rigor, pelo patrimônio líquido negativo do fundo, sendo possível que sejam chamados a realizar aportes na hipótese de insuficiência patrimonial do fundo. Deveria ser, portanto, do seu maior interesse que os atos dos administradores representem os interesses dos cotistas, sob pena de os cotistas responderem por atos conflitantes com os seus próprios interesses, mesmo que realizados pelos administradores do fundo.

Em última análise, a utilização de plataformas de orientação de voto poderia garantir maior transparência ao processo de tomada de decisão em deliberações externas do fundo de investimento e fiscalização por parte dos cotistas. Assim, possibilitar-se-ia a redução dos conflitos de agência na relação entre cotistas e administradores.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo se dedicou à análise dos fundos de investimento no direito brasileiro, sob a perspectiva das estruturas de poder, concentrando-se nas principais formas de manifestação do poder de controle no fundo de investimento e as consequências práticas da sua caracterização. Nesse contexto, verificou-se que existem, a rigor, dois centros de imputação do poder de controle no fundo de investimento, sendo eles o cotista e os administradores (*lato sensu*).

Conforme apresentado no Capítulo I, à assembleia de cotistas incumbe deliberar sobre os principais assuntos de interesse do fundo, que serão determinantes para a sua existência durante o prazo de duração. Destacam-se, dentre as deliberações, aquelas relativas à alteração do regulamento e às políticas de investimento e de voto, bem como à destituição e substituição dos administradores.

Por outro lado, verificou-se que aos administradores (administrador e gestor) são reservadas relevantes esferas de poder no fundo de investimento, incumbindo ao administrador fiduciário a representação do fundo em seu dia a dia e a fiscalização dos prestadores de serviço, enquanto que ao gestor competem as decisões relacionadas às estratégias de alocação de recursos do fundo, em conformidade com a política de investimento e com o regulamento, assim como ao exercício do direito de voto decorrente dos ativos investidos pelo fundo.

Nesse sentido, conforme apresentado no Capítulo II, os cotistas seriam os detentores precípuos do poder de controle no fundo de investimento, uma vez que poderiam, inclusive de forma imotivada, destituir os administradores e substituí-los por outros de sua preferência. O controle nesse caso, a rigor, seria caracterizado como minoritário, dado o alto índice de pulverização da propriedade de cotas de fundos no mercado.

No entanto, como se explicou, a diluição da propriedade das cotas do fundo, aliada ao fenômeno do absentismo dos cotistas, daria ensejo ao controle gerencial no fundo de investimento, que seria desenvolvido pelos administradores. O absentismo, nesse caso, decorreria sobretudo dos altos custos de transação dos cotistas para participarem das decisões do fundo (incluindo custos de informação, deslocamento e assessoria), o que levaria a um comportamento de “apatia racional”, no qual os cotistas deliberadamente optariam por não se envolver em decisões políticas do fundo.

A partir da instalação do controle gerencial no fundo de investimento, o risco de deflagração dos conflitos de agência seria potencializado, deslocando-se o problema do abuso de poder do “cotista controlador” para a esfera dos administradores. Isso porque, sendo destes

a palavra final sobre as decisões do fundo, os administradores-controladores teriam incentivos a privilegiarem os seus interesses próprios em detrimento dos interesses dos cotistas do fundo, bem como a violarem os seus deveres fiduciários. Somado a isso, constatou-se a inexistência de normas destinadas especificamente ao controlador do fundo de investimento, como forma de limitação ao abuso do poder de controle.

Ademais, rememora-se que os administradores são gestores de patrimônio alheio, e que os cotistas são aqueles que arcam com as consequências das decisões tomadas pelos administradores. Ocorrendo um cenário de patrimônio líquido negativo do fundo, os cotistas serão chamados a aportarem recursos para cobrirem o prejuízo do fundo, em razão das operações mal-sucedidas da administração.

Nesse contexto, não sendo suficiente a regra de conflito de interesses para limitar o abuso do poder de controle do fundo de investimento, bem como a ocorrência dos conflitos de agência, procurou-se uma solução de outra natureza para fins de mitigação do problema. A solução proposta foi a estrutural, que foi objeto do Capítulo III.

A solução estrutural parte da premissa de democratização da relação entre os cotistas e os administradores do fundo de investimento, sob a perspectiva de ampliação da participação dos cotistas no processo de tomada de decisão no fundo de investimento. Trata-se de modelo inspirado nas bases de propostas de governança democrática nas sociedades por ações, como aquele sustentado por POUND. A proposição foi a de que, na medida em que houvesse a ampliação da participação dos interessados nas tomadas de decisão do fundo, haveria maior fiscalização e monitoramento sobre a administração do fundo, bem como seria possibilitado melhor alinhamento dos interesses de todos os sujeitos com interesses no fundo.

Para tanto, haveria de se reduzir os custos de agência, para estimular a participação dos cotistas do fundo de investimento nos procedimentos assembleares de decisão. Sob esta perspectiva, indicou-se ser a tecnologia como uma ferramenta apta a ser aplicada ao direito societário e promover mudanças na forma de relacionamento entre os cotistas e a administração do fundo, inclusive com a redução dos custos de agência e a promoção do ativismo por parte dos cotistas.

Nesse contexto, foram apresentadas duas alternativas tecnológicas que, em tese, seriam aptas a reduzir os conflitos de agência no fundo de investimento. A primeira delas consiste nas assembleias de cotistas realizadas por forma digital, podendo ser totalmente digital ou híbrida, bem como nos instrumentos de voto à distância disponíveis ao cotista, ambas já positivadas pela regulamentação administrativa aplicável aos fundos de investimento.

As assembleias digitais seriam fortes candidatas à redução dos custos de participação nas assembleias de cotistas, possibilitando aos cotistas um *locus* digital para a concretização das funções de informação, de fórum e de tomada de decisão. Por outro lado, não podendo o cotista participar nem remotamente da assembleia de cotistas, tem ele à disposição instrumentos – físico ou eletrônicos – de voto à distância, como o boletim de voto à distância, que serviriam especificamente para a concreção da função de tomada de decisão da assembleia.

Nada obstante à existência (e, inclusive, à positivação) de tais alternativas, que podem promover a redução dos conflitos de agência, constatou-se a insuficiência destas para, por si sós, solucionarem a problemática, na medida em que a sua existência não implica no estímulo automático do comparecimento e ativismo dos cotistas nos procedimentos assembleares. Cabe, então, à regulação administrativa se preocupar em aliar a tais alternativas o incentivo de participação dos interessados nas decisões políticas do fundo de investimento.

Tais alternativas tecnológicas, no entanto, destinam-se às deliberações internas do fundo de investimento. De outra parte, como se viu, a prática internacional vem revelando a intenção de grandes gestoras de ativos a explorarem mecanismo digitais que permitam a participação e influência dos cotistas em deliberações externas do fundo de investimento. Exemplos são as plataformas de orientação de voto, como a *Voting Choice*, da gestora *BlackRock*, por meio da qual o cotista pode optar em exercer diretamente o seu direito de voto decorrente dos ativos investidos pelo fundo de investimento. Não prescindiria esta alternativa, no entanto, de profunda análise e estudo de compatibilidade da nova forma de exercício de voto com o regime jurídico aplicável ao fundo de investimento brasileiro, o que deve ser objeto de pesquisa autônoma.

Naturalmente, este trabalho não teve por objetivo (e muito menos por pretensão) o esgotamento da problemática e/ou o seu solucionamento, mas, tão somente, o objetivo de lançar luz sobre os problemas de agência identificados ao longo da pesquisa, mediante a análise das estruturas de poder do fundo de investimento no direito brasileiro, assim como sobre as possíveis alternativas para a sua mitigação, alicerçadas na evolução tecnológica que vem sendo aplicada ao direito societário e o mercado de capitais.

## REFERÊNCIAS

- AGUIAR, Ruy Rosado de. Aspectos dos fundos de investimento. *In*: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). **Estudos Jurídicos em Homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha**. V. 3. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012.
- ARMOUR, John. HANSMANN, Henry. KRAAKMAN, Reinier. Problemas de Agência e Estratégias Jurídicas. *In*: KRAAKMAN, Reinier et. al. **A Anatomia do Direito Societário: Uma Abordagem Comparada e Funcional**. Trad. Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.
- ASCARELLI, Tullio. **Principios y Problemas de las Sociedades Anonimas**. Trad. René Cacheaux Sanabria. Imprenta Universitaria: Mexico, 1951.
- BERLE JR., Adolf A. MEANS, Gardner C. **The Modern Corporation and Private Property**. The Macmillan Company: Nova Iorque, 1933.
- BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.
- BLACKROCK. Empowering Investors Through Voting Choice. **Anais Eletrônicos**. Novembro, 2022. Disponível em:  
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/voting-choice-factsheet.pdf>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.
- Boletim de análise divulgado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima. Disponível em:  
[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm). Acesso em 10 de março de 2023.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001**. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário - FII. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador RJ2015/6143**. Partes: Elézio Luiz Brun e Pilla CVMC Ltda. Rel. Diretor Gustavo González. Julg. em 24 de abril de 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador RJ2015/12087**. Partes: BNY Administração de Ativos Ltda., BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A e José Carlos Lopes Xavier de Oliveira. Dir. Rel. Pablo Renteria. Julgado em 24 de julho de 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador RJ 2001/1857**. Recorrentes: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e Outros (PREVI). Rel. Diretor Marcelo Trindade. Julg. em 22/05/2001.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. **Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Disponível em:

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/110303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm). Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. **Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385original.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385original.htm). Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. **Lei 8.668 de 25 de junho de 1993**. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências.

Disponível em:

[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8668.htm#:~:text=LEI%20No%208.668%2C%20DE,Imobili%C3%A1rio%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%A2ncias](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8668.htm#:~:text=LEI%20No%208.668%2C%20DE,Imobili%C3%A1rio%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%A2ncias). Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, [2002]. Disponível em:

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm). Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica. Brasília, DF: Presidência da República, 2019. Disponível em:

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm#art7](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm#art7). Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. **Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em:

[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.834.003 – SP**. Recorrente: Santander Securities Services Brasil Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. Recorrido: Carlos Eduardo Terepins e Outros. Rel. Ricardo Villas Bôas Cueva. julg. 10/09/2019, pub. 20/09/2019.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundo de Investimento: Aspectos Polêmicos. *In*: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 2º Volume: Artigos 75 a 137**. 4ª Ed. ver. e atual. São Paulo: Saraiva, 2008.

CATTAN, Isaac. **Democracia Acionária: Distribuição e Exercício do Poder nas Organizações Empresariais**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: GZ, 2021.

CHAMPAUD, Claude. et. al. **Droit des groupes de sociétés: analyse – propositions**. Paris: Librairies Techniques, 1972.

COASE, Ronald Harry. **The firm, the market and the law**. Londres: The University of Chicago Press, 1988.

COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre os Acionistas. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. (Coord). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 6ª Ed. rev. e atual. Rio de Janeiro, Ed. Forense, 2014.

COSTA, Ana Clara. GWI convoca cotistas a fazer novos aportes em fundo. **Revista Veja**. São Paulo: 17 de agosto de 2011. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/gwi-convoca-cotistas-a-fazer-novos-aportes-em-fundo/>. Acesso em 27 de janeiro de 2023

DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Alamedina, 2018.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S.A. Comentada. Vol. 3**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.



EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120.** São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário.** Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico.** 3ª ed. rev. amp. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FINK, Laurence. Larry Fink’s Annual Chairman’s Letter to Investors. **Carta Anual aos Investidores da BlackRock.** 2023. Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-annual-chairmans-letter>. Acesso em 20 de março de 2023.

FINK, Laurence. The Transformative Power of Choice in Proxy Voting. 2022. **Carta aos Clientes da BlackRock.** Disponível em: <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship/blackrock-voting-choice/proxy-voting-power-of-choice>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa.** São Paulo: Malheiros, 2009.

GARRIGUES Y DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín. **Problemas Atuais das Sociedades Anônimas.** Trad. Norberto da Costa Caruso MacDonald. Sergio Antonio Fabris Editor: Porto Alegre, 1982.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade Anônima: Poder e Dominação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** v. 53. São Paulo: Revista dos Tribunais. Jan-Mar/1984.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics.** v. 3. nº 4. Out., 1976.

KUGLER, Herbert Morgenstern. **Poder de Controle no Fundo de Investimento.** 2020. 201 f. Tese (Doutorado em Direito), Pontífica Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2020.

LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coords). **Direito das Companhias**. V. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LÔBO, PAULO. **Direito Civil: Parte Geral**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

MACEDO, Ricardo Ferreira. **Controle Não Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. Fundos e Clubes de Investimento. *In*: LIMA, Iran Siqueira. DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco (Coord.). **Curso de Mercado Financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista no fundo de investimento em participações**. 2015. 147f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, 2015. Rio de Janeiro.

MARTINS-COSTA, Judith. O “Trust” e o Direito Brasileiro. **Revista de Direito Civil Contemporâneo**. São Paulo, V. 12, Jul-Set/2017. pp. 165-209. Disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=r1&srguid=i0ad82d9b0000186fc6fb11315e041e2&docguid=I463516008f9611e7ab14010000000000&hitguid=I463516008f9611e7ab14010000000000&spos=2&epos=2&td=9&context=7&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=true&isFromMultiSumm=true&startChunk=1&endChunk=1#>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

MASTERS, Brooke. BlackRock Opens Door for Retail Investors to Vote in Proxy Battles. **Financial Times**. Nova Iorque, 3 de novembro de 2022. Disponível em: <https://www.ft.com/content/6446b81f-a1b4-492f-b335-62f0efe11e7c>. Acesso em 13 de dezembro de 2022.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na Disciplina da Companhia Aberta. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MUNIZ, Joaquim de Paiva. Poder de Controle, Conflito de Interesses e Proteção aos Minoritários e *Stakeholders*. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 28. pp. 70-94. Abr-Jun/2005.

NAKAMURA, Edson Takeshi. Poder de Controle no Fundo de Private Equity e seu Reconhecimento pelo Direito da Concorrência. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 82, Out-Dez/2018, pp. 81-105. Disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/api/widgetshomepage?crumb-action=recreate&stnew=true&crumb-label=Home&area-of-interest=wibrHome>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Assembleias Digitais e outros Reflexos das Tecnologias nas Assembleias de S/A**. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Assembleias Digitais e Voto à Distância em Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 94, pp. 83-115, 2021. Disponível em: <https://revistadoatribunais.com.br/maf/app/resultList/document?&src=r1&srguid=i0ad82d9a00001869b0390a4f641c76d&docguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&hitguid=I0d5fc7e04ce711ec876cc831b972b7b6&spos=1&epos=1&td=393&context=16&crumb-action=append&crumb-label=Documento&isDocFG=true&isFromMultiSumm=true&startChunk=1&endChunk=1>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

OIOLI, Erik Frederico. Dispersão do Controle Acionário no Brasil. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de. (Coords.) **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário**. São Paulo, Quartier Latin, 2010.

OLIVEIRA, Flávia Jardim de; CARVALHO, Gabriela Cerqueira de. O Controle Gerencial e a Responsabilização do Administrador em Caso de Conflito de Interesses. **Revista Discente Direito GV – REDGV**. v. 1. n. 3. Julho/2013. pp. 40-58. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/revdiscentegv/article/view/19617>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023

PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais. *In*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Coleção Tratado de Direito Empresarial**. V. 6. 3ª Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022. *E-book*. Disponível em: <https://proview.thomsonreuters.com/title.html?redirect=true&titleKey=rt%2Fmonografias%2F107537009%2Fv3.4&titleStage=F&titleAcct=ia744d7790000015830600eb40975c341#sl=p>

[https://www.repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016\\_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf](https://www.repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf)

Acesso em 28 de fevereiro de 2023

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

PONTES DE MIRANDA, Francisco Calvacanti. **Tratado de Direito Privado - Tomo 50**. 2ª Ed. São Paulo: Bookseller, 2000. *E-book*.

POUND, John. The Promise of Governed Corporation. **Harvard Business Review**. Mar-Abr/1995. Disponível em: <https://hbr.org/1995/03/the-promise-of-the-governed-corporation>. Acesso em 28 de fevereiro de 2023.

REGO, Marcelo Lamy. Pedido de Procuração para Votar. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Conflitos de Interesse nos Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. *In*: FREITAS, Bernardo Vianna; VESIANI, Fernanda Valle. (Coords.). **Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

RIBEIRO, Renato Ventura. Aplicação de Novas Tecnologias nas Assembleias Gerais de Sociedades Anônimas. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de. (Coord.). **Direito Societário – Desafios Atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016.

SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. Dissertação de Mestrado. Brasília: Universidade de Brasília, 2016. Disponível em: [http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016\\_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf](http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf). Acesso em: 28 de fevereiro de 2023.

SPINELLI, Luis Felipe. **O Conflito de Interesse na Administração da S/A**. São Paulo: Malheiro, 2012.

VIO, Daniel de Avila. Fundos de Investimento. *In*: FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da Cunha. PICELLI, Roberto Ricomini. MACIEL, Renata Mota. (Coords.). **Lei da Liberdade Econômica – Anotada**. Vol 2. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

XAVIER, Luciana Pedroso. SANTOS-PINTO, Rafael. Art. 7º. Fundos de Investimento. Art. 1.368, C, D, E. *In*: NETO, Floriano Peixoto Marques. JÚNIOR, Otavio Luiz Rodrigues. LEONARDO, Rodrigo Xavier. (Coords.). **Comentários à Lei de Liberdade Econômica: Lei nº 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. *E-book*.

YAZBEK, Otávio. Limites do modelo de private equity no Brasil: o caso dos regimes de resgate, amortização e pagamento de dividendos. *In*: HANSZMANN, Felipe. (Org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**. Vol. I. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

ZANINI, Carlos Klein. A Doutrina dos “Fiduciary Duties” no Direito Norte-Americano e a Tutela das Sociedades e Acionistas Minoritários Frentes aos Administradores das Sociedades Anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. Ano 36, nº 109, Jan-Mar/1998.