



## Resumo

Considerando que tem sido cada vez mais frequente a presença de fundos de investimento como controladores de companhias abertas brasileiras, este artigo aborda os conceitos de controle societário e de grupo econômico sob a legislação, regulamentação e doutrina brasileiras e à luz das particularidades pertinentes aos fundos de investimento. Nesse contexto, são analisadas circunstâncias (i) em que o controle societário é exercido, indiretamente, por cotistas do fundo; ou (ii) em que o controle é exercido apenas pelo próprio fundo de investimento. Ainda, questiona-se em que medida tal controle deve ser (ou não) atribuído ao respectivo gestor do fundo. Por fim, analisa-se a qualidade da transparência atualmente dada nas divulgações a investidores no mercado de capitais brasileiro a respeito de tais informações.

**Palavras-chave:** acionista controlador; fundo de investimento; controle societário; companhia aberta; transparência.

## Abstract

*Considering that it has become increasingly more frequent to see investment funds as controlling shareholders of Brazilian public companies, this study addresses the concepts of corporate control and economic groups under Brazilian law, regulations, and doctrine and considering the peculiarities of investment funds. In this context, circumstances (i) in which corporate control is indirectly exercised by quota holders of the investment fund, and (ii) in which corporate control is held solely by the fund itself are analyzed. The question of to what extent the corporate control shall be (or not) attributed to the respective manager of the investment fund is also considered. Finally, this study examines the quality of the disclosure currently provided to investors in the Brazilian capital market regarding such information.*

**Keywords:** controlling shareholder; investment fund; corporate control; public company; disclosure.

## Introdução

Este artigo se propõe a explorar dificuldades e desafios existentes na aplicação dos conceitos de controle societário e de grupo econômico para fins de caracterização de fundos de investimento (“fundos”),<sup>1</sup> ou de seus gestores ou cotistas, como controladores de companhias abertas. A análise objetiva identificar oportunidades de melhoria regulatória com vistas a aprimorar o regime informacional a que tais companhias estão sujeitas, em prol da transparência e higidez do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Após breve digressão sobre a relevância do referido regime informacional, faz-se uma abordagem conceitual sobre controle societário e grupos econômicos, seguida de análise específica em relação aos fundos. Em seguida, aprofunda-se o exame de aspectos pertinentes à possibilidade de que o controle societário seja exercido pelos próprios fundos acionistas, por seus gestores ou, ainda, por cotistas. Nesse contexto, são detalhadas diversas circunstâncias potencialmente relevantes para a análise, inclusive quanto a estruturas amparadas por acordos no exterior.

---

<sup>1</sup> A expressão “fundos” é também utilizada para designar outros entes despersonalizados, como, por exemplo, fundos públicos especiais, e mesmo certas entidades dotadas de personalidade jurídica. Neste artigo, trata-se apenas dos fundos de investimento.

## Relevância do regime informacional das companhias abertas

Desde a sua edição, a aclamada Lei das Sociedades Anônimas (LSA) atribui ao acionista controlador deveres fiduciários e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e a comunidade em que atua, contemplando uma diversa gama de partes interessadas (*stakeholders*).<sup>2</sup> O comando legal pertinente desdobra-se em normas e precedentes da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), incluindo regras específicas voltadas a assegurar ampla transparência (*full disclosure*) quanto àqueles que ocupam a posição de controladores na cadeia societária das companhias abertas. Nesse contexto, ressalta-se a exigência de divulgação periódica no formulário de referência (FRE), disponível no *site* da CVM.

Trata-se de informação fundamental para a higidez do regime informacional, um dos pilares da atuação da CVM, com vistas a assegurar integridade dos mercados de valores mobiliários. Nesse sentido, a Resolução CVM (RCVM) 80, de 29 de março de 2022, impõe a identificação do acionista ou grupo de acionistas controladores da companhia aberta, sendo que, se referido acionista for pessoa jurídica, deverão ser apontados os seus controladores diretos e indiretos, mesmo os que sejam pessoas naturais, ainda que tais informações sejam tratadas como sigilosas por força de negócio jurídico ou pela legislação do país em que for constituída a

---

<sup>2</sup> Art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

empresa ou domiciliado o sócio ou controlador.<sup>3</sup> A norma requer, ainda, a divulgação, no FRE, dos acionistas ou grupos de acionistas que, embora não sejam controladores, atuem em conjunto, ou representem o mesmo interesse, e detenham participação de 5% ou mais de uma classe ou espécie de ações.

No que tange à divulgação de informações sobre fato relevante, nos termos da RCVM 44, de 23 de agosto de 2021, os acionistas controladores devem comunicar qualquer fato relevante de que tenham conhecimento ao diretor de relações com investidores, a quem cumpre fazer a divulgação. Os controladores também têm o dever de guardar sigilo sobre tais informações até a divulgação ao mercado, bem como de se abster de utilizá-las com a finalidade de auferir vantagem mediante negociação de valores mobiliários, o que configuraria o ilícito de *insider trading*.<sup>4</sup>

Tal norma dispõe também sobre a obrigação de acionistas controladores, diretos ou indiretos, enviarem certas informações ao realizarem negociações relevantes, assim reputadas as que, isoladamente ou em conjunto, considerando a participação direta ou indireta, ultrapassem, para cima ou para baixo, os patamares de 5%, 10%, 15%, e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor.

Entre as informações exigidas, deve ser informado o objetivo da participação e a quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração

---

3 Ver Seção 6 do modelo de FRE anexo à RCVM 80/2022.

4 Quanto à caracterização do ilícito de *insider trading*, na esfera administrativa, tem-se que, aos acionistas controladores, diretos e indiretos, aplicam-se certas presunções relativas, ou seja, que admitem prova em contrário (art. 13 da RCVM 44/2021), como a de que eles têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada e sabem que se trata de informação privilegiada.

de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade. Se, ao contrário, os negócios tiverem esses objetivos, ou se houver obrigação de realizar oferta pública, divulgações adicionais se aplicam.

Esse conjunto de exigências informacionais aplicáveis aos controladores é, claramente, de extrema importância para o funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais brasileiro. Sua relevância se dá inclusive tendo em vista o propósito de inibir assimetria informacional sobre as participações acionárias relevantes que integrem o capital de companhias abertas, revelando alterações na estrutura de poder e tendências na negociação das ações, o que pode sinalizar mudanças de percepção dos investidores sobre as companhias.

São informações notadamente dinâmicas e fundamentais em relação a todas as companhias abertas, algumas delas com destaque ainda maior em companhias de capital pulverizado, sem controlador definido. Quanto a estas, o mercado acompanha atentamente a formação ou o desfazimento de blocos acionários que possam afetar a liquidez dos valores mobiliários negociados e a dispersão acionária, bem como a distribuição de direitos políticos, permitindo que sejam identificados acionistas ou conjuntos de acionistas capazes de influenciar a administração da companhia e de exercer em conjunto determinados direitos, bem como de responder por certos deveres.

É, portanto, fundamental a ampla transparência das informações atinentes a controle e grupo econômico das companhias abertas, tanto para a própria CVM quanto para os investidores. Nesse sentido, relevante compreender de que modo e com que repercussões os fundos de investimento estão inseridos nas cadeias societárias das companhias abertas no Brasil.

## Controle societário e grupo econômico

Tem sido cada vez mais frequente a presença de fundos de investimento como controladores de companhias abertas brasileiras, havendo dezenas de exemplos. Sendo assim, amplia-se o debate sobre o nível de transparência dado ao mercado em circunstâncias (i) em que o controle societário é exercido indiretamente por cotistas de fundos de investimento; ou (ii) em que se deve considerar que o controle é exercido pelo próprio fundo. Ainda, deve-se verificar em que medida tal controle deve ser (ou não) atribuído ao respectivo gestor.

Em processo administrativo sancionador (PAS) 19957.009206/2018-61, julgado pelo Colegiado da CVM em 2023, reforçou-se a necessidade de *enforcement* para coibir graves condutas de sonegação de informação identificadora do controlador de companhia aberta. No caso, a ausência da comunicação que era exigida fez com que a companhia fosse considerada sem controlador definido, restando oculto o seu controlador, que atuava por meio de fundos, no Brasil e no exterior.

Divergindo tão somente em relação à penalidade a ser aplicada, a decisão do Colegiado da CVM foi unânime em condenar o acusado pela grave omissão informacional. Tal omissão repercutiu para investidores e mercado em geral. Foi reconhecida a dissimulação do acusado na proposital ocultação de sua condição de controlador indireto da companhia, a qual divulgava não contar com controlador definido, tendo sido anteriormente, por longo período, considerada erroneamente como companhia de capital pulverizado.

No âmbito doutrinário, resta ainda pouco explorada a questão da inserção dos fundos de investimento, à luz de suas características peculiares, em grupos econômicos e, mais especificamente, na cadeia de controle societário de companhias abertas, tema em relação ao qual este artigo busca se aprofundar.

De início, vale pontuar que inexistente, em nosso ordenamento, conceito unívoco, válido para quaisquer fins, de grupo econômico. Seu significado depende do contexto e dos objetivos para os quais esteja sendo empregada a expressão, como ocorre, por exemplo, nas searas trabalhista, concorrencial e tributária. De todo modo, independentemente da estratégia regulatória subjacente, há um pressuposto fático preliminar que determina a própria existência do vínculo (em geral, político ou econômico) caracterizador de grupo econômico.

Neste artigo, tomamos por base o controle societário de companhias abertas investidas por fundos. Diante dos temas tratados e do contexto em que o debate se insere, tem-se como grupo econômico o conjunto de entidades que estejam, direta ou indiretamente, sob controle comum, incluindo o próprio controlador, seja pessoa natural, pessoa jurídica ou fundo de investimento.

Independentemente de, por definição, não serem dotados de personalidade jurídica, os fundos que figurem em cadeia de controle que defina certo grupo econômico devem ser considerados na análise, cabendo apreciar as suas características particulares, notadamente à luz dos eventuais vínculos de influência e poder que os unam às pessoas integrantes do grupo, segundo a mesma lógica a elas aplicada.

Para os fins desta análise, importa partir da noção de controle societário subjacente às definições de acionista controlador e de sociedades controladora e controlada contidas, respectivamente,

nos artigos 116, *caput*, e 243, § 2º, da LSA, aplicando-a aos fundos de investimento sob a mesma perspectiva.

Tais dispositivos se valem de relevantes pressupostos fáticos em comum: (i) a titularidade de direitos de sócio; (ii) a preponderância, de modo permanente, nas deliberações sociais; e (iii) o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade. Tais elementos são definidores, no direito brasileiro, do chamado controle acionário ou societário, seja totalitário, majoritário ou minoritário, que se funda, portanto, na titularidade de direitos de sócio, em contraposição ao controle gerencial. Esse controle, embora considerado igualmente uma modalidade de controle interno, é aquele exercido pelos administradores de companhias de capital pulverizado, em função do absentismo da base de acionistas.<sup>5</sup>

Note-se que o conceito de grupo de sociedades, para fins de direito societário, também foi construído por meio do desdobramento das definições de acionista controlador, constante do art. 116, *caput*, da LSA, e de sociedade controlada e controladora, dadas pelo art. 243, § 2º, da mesma lei. Neste artigo, foca-se nos chamados “grupos de fato”, cuidando-se das relações de grupo que não se originam por contrato, pois a configuração de “grupos de direito”, formalmente constituídos por convenção e submetidos, em certos aspectos, a um regime jurídico próprio (art. 265 da LSA), tem se mostrado inexpressiva no país.

---

5 “O último tipo de controle, na classificação de Berle e Means, é o administrativo ou gerencial (management control), isto é, aquele não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. (...) o controle interno apresenta quatro modalidades típicas, a saber, conforme o grau crescente em que se manifesta essa separação, controle totalitário, majoritário, minoritário e gerencial” (Comparato; Salomão Filho, 2014, pp. 60 e 67).

Não se ignora que, em certa medida, os referidos dispositivos da LSA são discrepantes entre si no que tange a outros aspectos atinentes ao controle, tais como: (i) a natureza jurídica do titular do poder de controle (enquanto o art. 116, *caput*, se refere a *pessoa natural ou jurídica*, a incidência do disposto no art. 243, § 2º, limita-se a *sociedades*); (ii) o art. 243, § 2º, é silente quanto ao uso efetivo do poder de controle, que consta expressamente da alínea “b” do art. 116; e (iii) o art. 243, § 2º, é claro quanto à inclusão do controle indireto, enquanto, no art. 116, o conceito resta incorporado por referência ao termo “sob controle comum”, prevalecendo a relação direta de controle.

Não obstante, não há razão para tratar aqui os artigos 116, *caput*, e 243, § 2º, da LSA, de modo segregado, tampouco para adotar interpretação restritiva do segundo a fim de reputar automaticamente excluídos da cadeia de controle os entes despessoalizados apenas por não se qualificarem juridicamente como sociedades. Ao contrário, devem ser considerados desde que aptos a viabilizar o exercício, direta ou indiretamente, do controle societário de investidas.

Para ilustrar, o art. 5º da Lei 14.754, de 12 de dezembro de 2023, admite, para fins de apuração de lucros pelas controladas no exterior por pessoas físicas residentes no Brasil, que sejam consideradas como controladas, segundo os critérios que especifica, “sociedades e as demais entidades, personificadas ou não, incluídos os fundos de investimento e as fundações”.

## Fundos de investimento

À luz dos conceitos e das normas acima referidos, passamos a discorrer sobre aspectos específicos dos fundos de investimento

constituídos no Brasil e sua inserção nas cadeias societárias de controle de companhias abertas.

Durante décadas, travou-se intenso embate doutrinário acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil, não obstante o tratamento dos “fundos em condomínio” conferido pelo art. 50 da Lei 4.728, de 14 de julho de 1965, e reproduzido desde os primórdios na regulamentação da CVM, que trata os fundos de investimento como uma “comunhão de recursos” constituída “sob a forma de condomínio”, desprovida de personalidade jurídica própria.

A Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019 (Lei de Liberdade Econômica – LLE), introduziu no Código Civil um capítulo sobre os fundos (arts. 1.368-C a 1.368-F). Assim, a configuração como “condomínio de natureza especial” passou a estar claramente assentada em lei. Consoante a LLE, os fundos podem se destinar à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos “de qualquer natureza”, sob disciplina da CVM.

Ao longo do tempo, a CVM editou diversas normas tratando dos fundos de investimento, de modo geral ou segregado por categoria, e dos prestadores de serviços que atuam na sua constituição, administração, gestão e na distribuição de cotas ou outras atividades anexas ou correlatas.

Atualmente, estão consolidadas na RCVM 175, de 23 de dezembro de 2022, as normas atinentes a constituição, funcionamento e divulgação de informações dos fundos e à prestação de serviços a eles destinados. A parte geral da resolução, que disciplina todas as categorias de fundos, é complementada pelas regras específicas aplicáveis a cada uma delas, consoante os respectivos anexos normativos.

Segundo dispõem a própria RCVM 175/2022 e as demais normas aplicáveis, os fundos são disciplinados pelo exposto no regulamento que rege sua constituição e funcionamento, contendo, no mínimo, as disposições obrigatórias previstas nos normativos.

O regulamento pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe. Nesse caso, todas as classes devem pertencer à mesma categoria de fundo, não sendo permitida a constituição de classes de cotas que alterem o tratamento tributário aplicável em relação ao fundo ou às demais classes existentes. Cada patrimônio segregado responderá somente por obrigações referentes a sua respectiva classe de cotas. O fundo que não contar com diferentes classes de cotas será emissor de cotas em classe única, preservada a possibilidade de serem constituídas subclasses.

A nova concepção de classes e subclasses trazida pela RCVM 175/2022 faz com que seja possível constituir, dentro de um mesmo fundo, diversos conjuntos que anteriormente constituíam fundos autônomos, observadas as restrições normativas. Neste artigo, de todo modo, manteremos as referências genéricas a fundos, igualmente aplicáveis a classes de cotas.

Em que pese a heterogeneidade dos fundos, cabe reconhecer que, em regra, eles são concebidos para receber recursos de diversos cotistas, buscando os benefícios de uma gestão profissional especializada confiada a terceiro (o gestor) com poderes para decidir sobre investimentos e desinvestimentos.

Porém, embora tais características se apliquem à maioria dos fundos, não são sempre pertinentes a todos. Como bem aponta Gonzalez (2024, p. 24):

Por motivos de ordem diversas, fundos de investimento muitas vezes são constituídos no Brasil para receber recursos de um único investidor ou de um conjunto restrito de investidores – conhecidos normalmente como fundos restritos e exclusivos.<sup>6</sup> Em tais casos, o que os investidores desejam é, acima de tudo, utilizar os fundos como instrumento de organização patrimonial.

Por outro lado, ainda que sejam veículos de investimento desprovidos de personalidade jurídica, os fundos detêm capacidade jurídica para a prática dos atos necessários ao seu funcionamento e ao atingimento de seus fins. Assim, fundos (notadamente os fundos de investimento em participações – FIP) podem vir a (i) deter participação em investida que lhes confira direitos de sócio que lhes assegurem, de modo permanente, a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores; e (ii) usar efetivamente tal poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da investida, hipótese em que serão considerados seus acionistas controladores.<sup>7</sup>

---

6 Antes da entrada em vigor da RCVM 175/2022, definia-se o fundo exclusivo como o veículo destinado exclusivamente a um único investidor profissional e o fundo restrito, a investidores ligados entre si por vínculos familiares, societários e/ou comerciais. Tal resolução define “classes restritas” (arts. 111/114) e “classes exclusivas” (art. 115), com sentidos equivalentes. Adota-se aqui a terminologia anterior, que é a empregada nos artigos doutrinários citados.

7 Nesse sentido: “(...) o fundo pode vir a assumir a posição de controlador de sociedade investida, seja por meio da aquisição da maioria das ações com direito a voto (ou das cotas, conforme o caso), seja por meio da formação de (ou adesão a) bloco de controle, mediante a celebração de acordo de acionistas (ou de cotistas)” (Martins Neto, 2017, pp. 148-149).

Identificar se um fundo controla certa companhia demanda, em princípio, o mesmo exame quanto à pessoa natural ou jurídica. Será controlador se exercer direitos de sócio, isoladamente ou em conjunto com outros vinculados ou sob controle comum, de modo que permanentemente prepondere nas deliberações da investida e eleja a maioria dos administradores para dirigir suas atividades.

O fundo também pode vir a exercer controle sobre investidas de modo indireto, ou seja, por meio de outras sociedades controladas, no caso das chamadas cadeias societárias. Conseqüentemente, sendo sujeito de direitos e obrigações e controlador da investida, o fundo se qualifica como integrante do mesmo grupo econômico. Se os recursos do fundo estiverem, total ou parcialmente, investidos na companhia e, conseqüentemente, empregados no exercício da atividade empresarial desempenhada, sujeitando-se plenamente aos riscos do negócio (inclusive de modo indireto, no caso de cadeias societárias), evidencia-se, a nosso ver, o vínculo econômico que igualmente consubstancia um dos elementos caracterizadores de grupos econômicos, à semelhança do que ocorreria com qualquer sócio personificado.

## Gestores de fundos de investimento

Pode-se indagar em que circunstâncias se deve reputar que o fundo integra o mesmo grupo da empresa gestora. Para tanto, importa rever o relevante papel desempenhado pelos gestores dos fundos.

A RCVM 175/2022 define e disciplina as figuras do administrador e do gestor, ambos prestadores de serviços essenciais do fundo (art. 3º, I, XXVII e XXX), com atividades disciplinadas pela RCVM 21, de 25 de fevereiro de 2021, cujo exercício é privativo de agentes registrados perante a CVM.

Ainda que atos e negócios jurídicos sejam praticados em seu nome, a condução das operações dos fundos não é feita internamente. Os fundos sequer contam com empregados, diretores ou conselheiros de administração. Suas atividades são conduzidas externamente por prestadores de serviços.

Interessa-nos aqui a figura do gestor, uma vez que o administrador fiduciário não estará diretamente envolvido na atuação perante as investidas. Já o gestor, observadas as limitações legais e regulamentares, tem amplos poderes para praticar os atos necessários à gestão da carteira de ativos na sua respectiva esfera de atuação. Detém, ainda, poderes para contratar determinados prestadores de serviços para o fundo e negociar os ativos da carteira, inclusive, quando for o caso, por meio da assinatura de contratos, na qualidade de representante do fundo (ou da classe de cotas).

Em relação ao direito de voto decorrente dos ativos investidos pelo fundo, nos termos da RCVM 175/2022, tem-se que:

Subseção VI – Direito de Voto

Art. 94. Compete ao gestor exercer o direito de voto decorrente de ativos detidos pela classe, realizando todas as ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto da classe.

Por conseguinte, na hipótese de o fundo exercer o poder de controle sobre uma investida, caberá ao gestor agir em nome do fundo.

Não se trata de mera representação, uma vez que cabe ao gestor, em princípio, definir o conteúdo do voto a ser proferido. Isso não significa, porém, que o próprio gestor será controlador da investida para fins de caracterização de grupo econômico.

O gestor opera como prestador de serviços ao fundo, numa relação fiduciária com os cotistas, em prol de cuja comunhão de interesses deve agir. Diferentemente dos cotistas, o gestor não é, por natureza, detentor de participação societária (indireta) na investida, como corolário da separação entre a propriedade e a gestão que originalmente inspirou a criação dessa figura jurídica e orientou a respectiva normatização padrão.

O gestor atua perante as sociedades investidas do fundo com o objetivo de obter a valorização de patrimônio de terceiros, cuja gestão lhe é confiada profissionalmente. Sendo assim, ainda que o gestor seja quem formalmente exerce os direitos de sócio do fundo perante a investida – podendo tal atuação, conforme o caso, caracterizar o uso de poder de controle –, sua atuação se dará, em princípio, na qualidade de *agente*, e não de *principal*, e apenas na medida necessária para rentabilizar a aplicação de recursos dos cotistas no ativo investido, segundo a política de investimentos.

No que diz respeito à natureza da relação entre o gestor do fundo e os cotistas, como explica Andrade (2021, pp. 25-27), com muita propriedade:

Não há dúvidas de que o vínculo que se estabelece entre os gestores, de um lado, e os cotistas dos fundos de investimento, de outro, representa uma relação de agência. Nesse cenário, os primeiros assumem a posição de agentes, ao passo que os segundos são os representados dessa relação. E, como quaisquer outras relações desse tipo, a associação desenvolvida entre gestores e cotistas

inerentemente embute potenciais desalinhamentos de interesse entre eles.

Sob o prisma contábil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis publicou o Pronunciamento Técnico 36 (R3) – Demonstrações Consolidadas (CPC 36 (R3)), que trata da apresentação e elaboração de demonstrações consolidadas, adotando lógica semelhante ao dispor que a entidade que atua como agente (e não principal) não controla a investida.<sup>8</sup>

A relação de agência afasta também a configuração de um eventual controle externo exercido pelo gestor sobre a investida, o que é corroborado (i) pelo fato de, nessa situação, o controlador ser o próprio fundo, em nome do qual o gestor age; e (ii) pela circunstância de o controle exercido sobre a investida pelo fundo, por meio do gestor, ser interno, uma vez que decorre do exercício dos direitos de sócio detidos pelo primeiro.<sup>9</sup>

---

8 Cf. itens 18, B58 a B72. Ressalta-se o seguinte trecho do item B58: “Agente é uma parte comprometida a agir primariamente em nome e em benefício de outra parte ou partes (principal) e, portanto, não controla a investida quando exerce sua autoridade de tomada de decisões”.

9 É possível cogitar a quem pertenceria o controle do fundo propriamente dito, não meramente sob a ótica dos parâmetros já existentes, notadamente na LSA (arts. 116 e art. 243, § 2º). Nesse sentido, Kugler (2022, pp. 19 e 229-220) reconhece dois centros de poder possíveis: o administrador (administrador fiduciário e gestor) e os cotistas, concluindo que o administrador não seria o titular do poder de controle, pois estaria, em última instância, subordinado aos cotistas, os quais “possuem o poder de determinar o fim do fundo, seu regulamento e política de investimento e, inclusive, o próprio administrador”. Porém, no mesmo texto aduz que: “o legislador e regulador encaram o fundo de investimento sob a presunção de que haverá uma expressiva pulverização das suas cotas, bem como uma ausência de interesse dos cotistas em efetivamente exercerem controle, tendência condizente com o que se verifica na prática comum dos fundos de investimento e no direito comparado. Fica evidenciado, dessa forma, um nítido poder gerencial do administrador na maioria dos fundos de investimentos, sejam eles estruturados ou não, legitimada pelos cotistas de forma expressa ou tácita”. Contudo, controlar um fundo de investimento no sentido acima preconizado não se confunde com o controle societário sobre investida.

Em princípio, portanto, o gestor não deverá, apenas por conta de suas atribuições no âmbito do fundo sob sua gestão, ser considerado integrante do grupo econômico das investidas pelo mesmo fundo. Além disso, no mais das vezes, as próprias empresas gestoras integram grupos econômicos com base própria de investidores, que não se confundem com os cotistas dos fundos de investimento sob sua gestão.

Assim sendo, apesar de os gestores terem atribuições que lhes conferem a prerrogativa de definir o sentido da atuação dos fundos, inclusive quando essa atuação envolva o exercício de poder de controle sobre as investidas, não nos parece possível concluir, apenas em razão disso, que tais gestores componham, em conjunto com elas, um mesmo grupo econômico. Por outro lado, esse poderá ser o caso em circunstâncias nas quais o gestor do fundo atue não apenas como agente, mas também, em boa medida, como principal, em razão de interesses pessoais atinentes à gestão de recursos próprios (e não apenas de terceiros).

## Cotistas de fundo de investimento

Sem embargo das conclusões acima, cabe reconhecer que, paralelamente, existe a possibilidade de cotista(s) exercer(em) influência sobre a gestão de fundo do qual participe(m). Como pontuam os doutrinadores Tiburcio, Hermeto e Mafra (2021, pp. 268-270):

Na prática, o grau de interferência dos cotistas na gestão de um fundo de investimento pode variar, desde uma par-

ticipação colaborativa pelas vias regulares, até situações extremas em que o gestor exerce papel totalmente decorativo.

(...) Com efeito, a realidade comercial consagrou diversos mecanismos em fundos de investimento pelos quais os investidores não abrem mão integralmente de intervir na gestão dos recursos e dela de alguma forma participam. A própria regulação admitiu essa possibilidade, ao prever, por exemplo, a existência de conselhos consultivos, comitês técnicos e, principalmente, comitês de investimento (...), cuja função, em geral, é a de validar decisões de investimento e de “desinvestimento”, atos de gestão mais típicos.

Na prática, o fenômeno da influência de cotistas na gestão é relativamente frequente nos fundos com recursos precipuamente destinados a investimentos em participações societárias, ainda mais quando essas participações conferem ao seu titular poder de controle sobre as investidas.

Nesse cenário, cabe analisar se cotistas que influenciem a gestão de um fundo que exerça controle sobre sociedade investida poderão ser considerados controladores indiretos dessa sociedade e, por conseguinte, integrantes de um mesmo grupo econômico, junto com a investida e o próprio fundo.

Veja-se que os cotistas são proprietários de cotas de emissão do fundo, mas não detêm a copropriedade dos ativos (bens) que compõem a carteira. As cotas dos fundos são valores mobiliários que conferem ao cotista: (i) direito à significação econômica de determinada fração ideal do patrimônio líquido do fundo (patrimônio em comum), correspondente ao valor patrimonial da cota; e (ii) direitos políticos em deliberações atinentes à governança do próprio fundo

(modificação do regulamento, substituição e destituição do gestor, modificação e extinção do fundo). Ainda assim, o cotista, diferentemente do gestor, pode ser considerado, por definição, detentor de participação societária indireta nas investidas, à semelhança do que ocorre nas cadeias societárias em geral.

Ao mesmo tempo, tem-se que a influência do cotista poderá se tornar determinante, na medida em que o gestor lhe esteja subordinado, devendo seguir suas orientações ou instruções ao praticar, em nome do fundo, atos de gestão correspondentes ao exercício do poder de controle sobre a investida, sendo variadas as formas pelas quais isso pode ocorrer.<sup>10</sup>

De um lado, arranjos internos refletidos no regulamento poderão conferir à assembleia de cotistas ou a órgão cujos membros sejam elegíveis e destituíveis pelos cotistas (por exemplo, comitê de investimentos, conselho consultivo ou outro órgão assemelhado) a competência para deliberar, entre outras matérias, sobre o conteúdo dos votos do fundo e de seus representantes nas assembleias de acionistas e/ou reuniões dos conselhos de administração e fiscal das investidas; sobre seus investimentos, diretos e indiretos; e sobre a forma de participação ativa do fundo nas decisões e políticas dessas empresas, inclusive na escolha da maioria dos membros da administração de tais sociedades.

Por outro lado, muitas vezes, disposições relevantes para fins de análise de eventual exercício de poder de controle em investidas

---

<sup>10</sup> O exercício de direitos políticos decorrentes dos ativos detidos pelo fundo se inclui entre as competências expressamente atribuídas ao gestor (art. 94 da RCVM 175/2022), como típico ato de gestão: "(...) as normas da CVM fornecem limites razoavelmente claros do que a regulação entende por ato de gestão: essencialmente, atos de execução dos investimentos (escolha, negociação e monitoramento de ativos, bem como exercício de direitos políticos que a titularidade confere ao investidor)" (Tiburcio; Hermeto; Mafra, 2021, p. 278).

não constarão necessariamente do regulamento, mas poderão estar previstas em acordos de cotistas do fundo<sup>11</sup> e, por vezes, em outros acordos celebrados por acionistas ou cotistas de outros entes, inclusive no exterior, interpostos nas cadeias societárias (*limited partnership agreements*, *general partnership agreements* ou mesmo em *side letters*), podendo haver até mesmo previsão de direitos de orientação de voto em investidas no Brasil, com reflexos nas atividades a serem executadas pelo gestor do fundo brasileiro e no grau de sua discricionariedade.

Desse modo, quando detectada a presença de cotista ou grupo de cotistas agindo em conjunto, ao(s) qual(is) – em virtude de acordos de cotistas ou outros pactos – se assegure de modo permanente a preponderância quanto às referidas deliberações, deve-se considerar que exerce(m), indiretamente, por meio do fundo, controle societário sobre a investida, integrando com ela e com o fundo um mesmo grupo econômico.

Com efeito, a unidade de comando sobre a gestão do grupo decorrerá do controle indireto exercido, em última instância, pelo cotista (ou, ainda, pelo controlador final do cotista, quando houver) sobre as investidas pelo fundo, por meio da influência determinante sobre a atuação do gestor. Constata-se que o cotista

---

11 Ilustrativamente: “Imagine-se um FIP organizado por um grupo de cotistas dominantes, vinculados entre si por acordo de voto e que, efetivamente, possuem ingerência nas decisões do FIP, inclusive na política e na manifestação de voto nas investidas que, por sua vez, são controladas – isoladamente ou de forma compartilhada – pelo FIP. Tendo sido praticado, no âmbito de uma das sociedades investidas, um ato de abuso do poder de controle exercido pelo FIP, parece-nos que referido grupo de cotistas dominante deverá também responder por referido ato ilícito e ressarcir os danos causados à companhia investida, ainda que não tenha sido esgotado o patrimônio coletivo do FIP” (Ronco; Oliveira, 2023, pp. 248-249).

exercerá controle interno sobre a investida, porque, nessas circunstâncias, prepondera nas deliberações sociais e na eleição da maioria dos administradores da sociedade em cujo capital detém participação indireta.

A participação societária em cadeia evidenciará, ademais, o vínculo econômico daqueles que formam o grupo, a saber: o cotista controlador (e seus controladores e demais sociedades sob controle deles, se houver), o fundo e as sociedades por ele controladas, direta ou indiretamente, de cujos respectivos patrimônios fluem os capitais empregados nas atividades econômicas exploradas pelas sociedades que estejam sob mesma direção. Como se depreende, em tais circunstâncias, o cotista (ou conjunto de cotistas), diferentemente do gestor, atuará como principal.

O mesmo racional se mantém no caso de cadeia societária permeada por fundos (inclusive por fundos cujos cotistas sejam outros fundos), desde que (i) na cadeia de investidores exista cotista (ou grupo de cotista) capaz de influenciar de modo determinante e permanente o sentido da atuação do(s) gestor(es) dos fundos que detenham participação direta e indireta na investida; e (ii) a tal cotista seja conferido poder de controle, ainda que, nesse caso, controle grupo não composto apenas por “sociedades”, na literalidade da LSA.

Não afasta a conclusão acima eventual recusa do gestor em seguir as instruções recebidas dos cotistas, caso entenda que sejam contrárias aos interesses do fundo, à legislação, à regulamentação aplicável ou, ainda, ao regulamento, pois a ele compete, legalmente, manifestar a vontade do fundo. Nesses casos, estará apenas prevenindo que o fundo opere de modo irregular, o que poderia acarretar a sua

responsabilização pessoal, inclusive na seara administrativa, como foi reconhecido até mesmo em relação a fundo exclusivo.<sup>12</sup> Eventual influência determinante de cotista na gestão não elimina o papel de *gatekeeper* que a regulamentação confere ao gestor.

Em suma, quando um fundo se interpõe na cadeia societária, seria de se esperar, em princípio, que houvesse a completa separação entre a propriedade, centralizada exclusivamente nas mãos dos cotistas, e a gestão (ou controle), concentrada em poder do gestor, situação que, a rigor, impossibilitaria caracterizar um controlador indireto da investida. Contudo, se não há ampla discricionariedade do gestor, tal separação não é efetiva ou integral, abrindo margem para que o cotista concentre propriedade e gestão em proporção tal que lhe confira o controle indireto da investida pelo fundo.

A análise pode se tornar mais complexa nos casos em que a influência determinante de cotistas sobre a gestão do fundo não se dê por meio de mecanismos internos de governança (relacionados às deliberações tomadas em assembleias de cotistas e/ou por comitês de investimento ou congêneres, integrados por cotistas ou membros por eles escolhidos), mas se manifeste em condutas recorrentes ou ajustes outros.

---

12 Ver voto do ex-diretor Gustavo Gonzalez, proferido em 7 de maio de 2019, relator no PAS CVM 2016/295: “36. A opção por se utilizar de instrumentos regulamentados pela CVM atrai a competência da Autarquia e limita, em certa medida, a liberdade dos particulares, que não podem, de acordo com a sua conveniência, e ainda que de comum acordo, estabelecer figuras que, embora constituídas sob o manto de determinada regulamentação, não a observam na integralidade. (...), não se pode admitir que a Gestora alegue irresponsabilidade em razão da participação do Cotista Exclusivo nas decisões de investimento”.

No que tange a investimentos em ações de emissão de companhias abertas quanto à transparência sobre grupo econômico e respectivo controle, a RCV 80/2022, como visto, exige a divulgação, no FRE, do “acionista ou grupo de acionistas controladores”, sendo que, se o acionista controlador for “pessoa jurídica”, devem ser apontados

seus controladores diretos e indiretos, até os controladores que sejam pessoas naturais, ainda que tais informações sejam tratadas como sigilosas por força de negócio jurídico ou pela legislação do país em que forem constituídos ou domiciliados o sócio ou controlador.

Reconhecendo a realidade de fundos que figuram nos FREs como controladores de companhias abertas, o Ofício Circular/Anual-2024-CVM/SEP aduz que

o fundo de investimento ou veículo assemelhado deve identificar, quando for requerido que informe até o nível de pessoa natural, o cotista que o controla, se houver, usando para isso o mesmo critério que, se fosse em companhia aberta, seria suficiente para considerar a participação como de acionista controlador (grifo nosso).<sup>13</sup>

A nosso ver, por óbvio, tal critério não pode se limitar à constatação de que o cotista do fundo não detém “ações” ou “direitos de sócio” por ser titular de “cotas”, mas, sim, refletir um paralelo de similitude da situação de prevalência na orientação das decisões

---

<sup>13</sup> Em linha com decisão do Colegiado da CVM de 18 de março de 2008, no âmbito do Processo CVM RJ2007/9346.

que resultam do controle indireto, seja este exercido por meio de sociedade ou fundo.

Na prática, entretanto, verifica-se que poucas são as companhias abertas que explicitam, no respectivo FRE, que o fundo acionista, direto ou indireto, não é fundo em que o gestor detém ampla discricionariedade. Ao contrário, em muitos casos, constata-se que não é feita a abertura de cotistas dos fundos até o cotista ou beneficiário final, sob a pretensa justificativa de que constituem “entidades de investimento”, em que o gestor atua com ampla discricionariedade, sem influência dos cotistas nas orientações de voto nas investidas. Entretanto, por vezes, em pesquisas ou diligências, tem-se indícios de que os fundos em questão são meros veículos de arranjo patrimonial de famílias ou entidades investidoras controladoras de investidas.

Nesse cenário, um dos principais desafios está na falta de transparência quanto à inexistência de acordos entre cotistas dos fundos e outros pactos com gestores, no Brasil ou no exterior, que esclareçam se tais arranjos conseguem (ou não) viabilizar o exercício, em conjunto, de influência determinante sobre a atuação do fundo por cotistas que, isoladamente, não deteriam participação em proporção significativa. Isso para além do fato de os fundos poderem contar com diferentes classes de cotas, com direitos políticos distintos.<sup>14</sup>

Diante das complexidades acima apontadas, algumas circunstâncias podem ser consideradas na análise do controle de companhias investidas por fundos.

---

<sup>14</sup> Sob a égide da RCVM 175/2022, nas classes restritas, admite-se a distinção das subclasses por outros direitos econômicos e direitos políticos (art. 5º, §§ 5º e 6º).

# Circunstâncias relevantes na análise

## Concentração de cotas e fundos exclusivos

Embora não se trate de critério inequívoco, a concentração de cotas em poder de poucos investidores, especialmente nos casos de fundos exclusivos ou restritos, aponta para uma provável influência dos cotistas sobre a atuação do gestor perante a sociedade investida, ainda que não se possa presumir, somente a partir disso, que haverá influência determinante.

Em geral, a concentração de cotas, direta ou indiretamente, em poder de investidor que mantinha relação societária de qualquer espécie com a investida, previamente à entrada do fundo, sugere fortemente que este pode ter sido criado como mero instrumento de organização patrimonial de grupo societário preexistente, notadamente se a relação societária prévia já envolvia uma relação de controle. Ou seja, destaca-se a hipótese em que o controlador de uma sociedade subscreve cotas do fundo e as integraliza com a participação detida na controlada, de modo que a sociedade passa a ser formalmente controlada pelo fundo, mas o antigo controlador direto passa a ostentar a condição de cotista majoritário do fundo.

De todo modo, note-se que não há uma relação inequívoca entre o percentual de cotas detidas no fundo e o exercício de controle indireto sobre a sociedade investida. Isso porque: (i) cotistas não terão, necessariamente, direitos políticos formalmente atribuídos pela governança do fundo que lhes possibilitem exercer influência

determinante quanto à definição da atuação do fundo perante as investidas (ou quanto a outros atos de gestão); (ii) ainda que a governança do fundo preveja tais direitos políticos, eles podem ser distribuídos de modo distinto entre os cotistas, em função de (sub)classes de cotas diversas, ou o regulamento pode estabelecer quóruns qualificados para as deliberações que os envolvam; e (iii) a influência determinante sobre a gestão pode ser exercida com base em fatores externos à governança do fundo.

Caberá analisar o regulamento e outros ajustes e mecanismos (acordos de cotistas etc.) para avaliar o grau de proeminência da atuação dos cotistas perante a gestão dos fundos. Ganham evidência, por suas características peculiares, os fundos que controlam sociedades investidas quando constituídos sob a forma de fundos exclusivos, isto é, de um único investidor.

Com efeito, o fundo exclusivo é estruturado para atender às necessidades específicas do cotista único, que será necessariamente um investidor profissional. Nesse modelo, o cotista exercerá, sozinho, todos os poderes atribuídos à assembleia de cotistas, destacando-se o de deliberar sobre a alteração do regulamento e, especialmente, o de decidir, a qualquer tempo, acerca da substituição de prestador de serviço essencial, o que inclui o gestor.

Quando, além disso, o fundo exclusivo possibilita o exercício de controle de investida, a participação do cotista em sua gestão revela-se como uma tendência natural. Sendo assim, na ausência de disposições no regulamento que restrinjam tais prerrogativas do cotista único, é de se inferir a influência determinante do cotista sobre a gestão.

Vale mencionar, na sistemática adotada pela RCVM 44/2021 (que regula a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante), a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou outros a eles referenciados, no caso de ato ou fato relevante não divulgado, e a divulgação de informações sobre essa negociação.

Segundo o art. 21, inciso II, da citada resolução, as vedações e obrigações de comunicação nela estabelecidas estendem-se a negociações indiretas por parte das pessoas referidas na norma, quer por meio de controladas, quer por meio de terceiros com quem seja mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira ou ações. O § 1º desse dispositivo esclarece, em seguida, que negociações realizadas por fundos não são consideradas negociações indiretas de seus cotistas, “desde que as decisões de negociação não possam ser influenciadas pelos cotistas”, mas o § 2º, por outro lado, assim prescreve: “[p]resume-se, admitida prova em contrário (...) que as decisões de negociação do administrador e do gestor de fundo exclusivo são influenciadas pelo cotista do fundo”. Ressalve-se que tal presunção não se aplica aos fundos exclusivos cujos cotistas sejam seguradoras ou entidades abertas de previdência complementar e que tenham por objetivo a aplicação de recursos de plano gerador de benefício livre (PGBL) e de vida gerador de benefícios livres (VGBL), conforme art. 21, § 3º, da RCVM 44/2021.

Em fundos com mais de um cotista, por outro lado, não se pode assumir aprioristicamente que o gestor atue sob influência de tal ou qual cotista, à míngua de um exame detido acerca da governança do fundo, a fim de identificar eventuais mecanismos de influência de cotistas sobre a gestão.

## Gestão discricionária ou não discricionária

Em certa medida, pode-se dizer que o aspecto mais relevante que se coloca na análise dessa matéria diz respeito à tomada de decisões relativas aos investimentos dos fundos, cabendo distinguir aqueles em que há gestão discricionária pelo gestor (cotistas passivos com participação pulverizada ou não) daqueles em que há participação dos cotistas nas decisões.

A plena discricionariedade do gestor, quando requerida, implica que o gestor não seja obrigado a consultar os cotistas para tomar decisões relacionadas à investida, tampouco a indicar cotistas (ou partes a eles ligadas ou por eles indicadas) para compor sua administração. Configura-se, portanto, cenário em que não se cogita existir cotista ou grupo de cotistas do fundo que possa ser tido como controlador indireto da investida. Isso porque, em tal situação, as decisões do fundo controlador da companhia são tomadas de modo discricionário pela gestora, que, nessa qualidade, indica, em nome do fundo, a maioria ou a totalidade dos membros do conselho de administração da investida, participando, assim, do processo decisório com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. Na prática, a gestora também exerce, em nome do fundo, orientação sobre os negócios da companhia, sendo responsável pelos procedimentos de governança, decisões de investimento e tomada de decisões em geral.

Constata-se, desse modo, que fundos com efetiva gestão discricionária não são propícios ao exercício de influência por cotistas, incluindo o direcionamento de sua atuação perante as investidas.

No que toca às companhias abertas, quanto aos acionistas não controladores, o Ofício Circular/Anual-2024-CVM/SEP<sup>15</sup> orienta que:

(...) caso a participação relevante seja detida em conjunto por diferentes fundos de investimentos ou carteiras sob uma mesma gestão discricionária, a identificação dos fundos ou carteiras pode ser substituída pela indicação do nome do gestor, com a apresentação da totalidade da participação detida pelos fundos ou carteiras por ele geridas

e que, neste caso, “o emissor deverá deixar claro que a participação indicada é detida por diferentes fundos de investimentos ou carteiras”, ressaltando, contudo, que essa orientação “não é aplicável às participações relevantes que sejam detidas por fundos exclusivos ou por fundos em que as decisões de negociação possam ser influenciadas pelos cotistas, caso em que a identificação dos fundos é exigida.

Percebe-se, ainda, que o grau de discricionariedade na gestão de fundos também apresenta, em boa medida, correlação com o de dispersão das cotas. De fato, fundos com base de cotistas dispersos funcionam normalmente sob gestão discricionária, ao passo que fundos criados para atender a poucos cotistas normalmente envolvem investidores qualificados ou profissionais (a exemplo dos restritos e exclusivos) e, por conseguinte, tendem a funcionar sob gestão não discricionária. Isso se explica seja porque tais cotistas, dada sua *expertise*, naturalmente buscam influenciar a gestão dos recursos aportados, seja porque fundos

---

15 Em linha com a decisão do Colegiado da CVM de 11 de março de 2011, no âmbito do Processo CVM RJ2011/2324.

dessa natureza, em muitos casos, não são concebidos para conferir aos cotistas acesso a uma gestão especializada, mas para atender primordialmente a outros interesses, notadamente para fins de concentração empresarial (podendo servir, concomitantemente ou não, como instrumento de organização patrimonial, para obtenção de tratamento fiscal mais benéfico, atendimento a restrições regulatórias etc.).<sup>16</sup>

Embora o escopo seja diverso do objeto deste artigo, vale salientar que, no âmbito das regras voltadas à prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa (PLD/FTP), no que toca a fundos de investimento e a investidores não residentes que sejam classificados como fundos ou veículos de investimento coletivo, tanto a norma da CVM quanto a do Banco Central do Brasil (BCB) excluem a obrigação de análise quanto à cadeia de participação societária do cliente até a identificação da pessoa natural caracterizada como beneficiária final, em razão de aspectos relacionados à discricionariedade do gestor profissional e à pluralidade de cotistas, demandando a coleta de informações quanto aos administradores ou gestores.

---

16 Note-se que: “No caso de fundos restritos aos chamados investidores qualificados e profissionais – que detêm significativa expertise financeira –, é naturalmente esperado que os cotistas desejem ter o direito de opinar sobre e até mesmo validar a prática de determinados atos de gestão (...). Nos fundos exclusivos (...), isso pode ser ainda mais natural, como a própria CVM reconhece. Há situações, ainda, nas quais investidores adotam o fundo de investimento por razões preponderantemente fiscais, e não pelo acesso a uma gestão especializada. Há também casos como os das entidades de previdência complementar, que muitas vezes utilizam fundos de investimentos em participações para a realização de investimentos private equity, em função da vedação normativa à sua participação em companhias fechadas e sociedades limitadas” (Tiburcio; Hermeto; Mafra, 2021, p. 271).

## Poder de destituir o gestor

Outro aspecto de interesse para a análise é a presença de poucos cotistas com o poder de trocar o gestor a qualquer momento.

Ressalve-se que é inerente à estrutura normativa dos fundos que os cotistas possam, por deliberação assemblear, destituir o gestor, ainda que o exercício desse direito possa ser restringido, em alguma medida, pelo regulamento do fundo, observadas as normas aplicáveis. De todo modo, a circunstância de os cotistas deterem conjuntamente o direito de deliberar em assembleia acerca da destituição do gestor não permite concluir, necessariamente, que exerçam influência determinante sobre a gestão do fundo.

No âmbito dos fundos exclusivos, o poder de substituição do gestor a qualquer tempo permite inferir o exercício de influência determinante do cotista na gestão. Por outro lado, com relação a fundos não exclusivos, será um elemento indicativo do exercício de tal influência, a ser, porém, sopesado com outras características do fundo (quórum exigido para deliberar sobre a destituição ou substituição do gestor, atribuição ou não de direitos políticos distintos a classes de cotistas etc.) e cotejado com outros aspectos relativos à governança do fundo, não se podendo inferir influência determinante do cotista na gestão apenas por conta desse aspecto.

De outra parte, a forma como o poder de trocar o gestor se revela também pode constituir elemento a ser considerado, ao se aferir se o gestor atua, na tomada de decisão sobre investidas, como agente (mero prestador de serviço) ou como principal, o que, conforme o caso, pode repercutir sobre a sua caracterização, ou não, como controlador de investida pelo fundo.

Sob a ótica contábil, o CPC 36 (R3), ao referir-se à figura do gestor de fundo, analisa, por meio de exemplos, casos em que o gestor seria mero agente (agindo em nome do fundo/investidor) e outros em que agiria como principal.<sup>17</sup> A propósito, o CPC 36 (R3) define “tomador de decisões” como a entidade com direitos de tomada de decisões, seja atuando como principal ou como agente. Para examinar o papel do gestor, o CPC 36 (R3) toma como elementos-chave os “direitos de destituição”, que abrangem “direitos de privar o tomador de decisões de sua autoridade de tomada de decisões”, sob a premissa de que a existência de direitos “substantivos” de destituição ou correlatos pode indicar que o tomador de decisões é mero agente. O CPC 36 (R3) indica que “quanto maior o número de partes que devam concordar com o exercício de direitos, menor é a probabilidade de que esses direitos sejam substantivos”. Assim, aponta que “[q]uando uma única parte detém direitos substantivos de destituição e pode destituir o tomador de decisões sem justa causa, isto, por si só, é suficiente para concluir que o tomador de decisões é agente”, mas que

[s]e mais de uma parte detiver esses direitos (e nenhuma parte individualmente puder destituir o tomador de decisões sem a concordância das demais partes), esses direitos não são, isoladamente, conclusivos para determinar se o tomador de decisões age essencialmente em nome e em benefício de terceiros.

Ao que transparece dos exemplos dados, quando o gestor pode ser destituído, sem justa causa, por maioria simples de poucos cotistas não relacionados ao gestor reunidos em assembleia, seria de se

---

17 Ver exemplos 13, 14 e 14A a 14C do CPC 36 (R3).

reconhecer sua provável atuação como agente. Por outro lado, a circunstância de não deterem os cotistas direitos substantivos de destituição pode corroborar que o gestor atua como principal.

Ressalve-se, porém, que o reconhecimento da atuação do gestor como agente não leva automaticamente à conclusão de que os cotistas exercem influência determinante sobre a gestão, ao mesmo tempo que não se pode inferir que o gestor atue como “principal” com base exclusivamente na análise dos direitos de destituição atribuídos aos cotistas. A ocorrência de tal hipótese dependerá da coexistência de outros fatores relativos à composição, à estrutura e à governança do fundo, especialmente no que concerne à importância da exposição do gestor à variabilidade de retornos decorrentes das atividades do fundo, como se evidencia nos casos em que o gestor é igualmente cotista.

## Participação do gestor como cotista e *skin in the game*

Há casos em que o gestor é também cotista ou beneficiário final de fundos sob sua gestão, cabendo indagar se o percentual de participação do gestor em cotas do fundo teria impacto para definição de grupo econômico.

Uma hipótese relativamente usual desse tipo de investimento feito pelo gestor são as alocações *skin in the game*, assim nomeadas no jargão do mercado. Seu objetivo, no entanto, restringe-se a reforçar, via participação em cotas, um alinhamento de interesses com os investidores do fundo.

Tais alocações costumam se dar em percentuais pouco significativos dos patrimônios líquidos dos fundos e, portanto, não devem

ser consideradas suficientes para, por si sós, caracterizá-las como veículos por meio dos quais os gestores exercem, na qualidade de cotistas, controle sobre as investidas pelos fundos, com elas (e os fundos) compondo grupo econômico. Em realidade, o alinhamento decorrente de pequena parcela de participação a configurar o *skin in the game* está associado ao fato de que o prestador de serviços terá, ele mesmo, ganho ou perda financeira conforme os demais cotistas ganhem ou percam em relação ao investimento no fundo, razão pela qual não seriam indiferentes aos resultados produzidos.

Essa prática não chega a afastar a percepção de que os gestores, nesses casos, continuam atuando como agentes; ao revés, ela justamente a reforça, ao pretender mitigar os riscos de conflito de interesses entre gestores e cotistas (principais), por meio de alinhamento.

Situação diferente será, entretanto, aquela em que o gestor (ou seu controlador) figure, direta ou indiretamente, como cotista com participação relevante no fundo, a indicar que este serve como instrumento de organização patrimonial ou concentração empresarial. Nesse cenário, fragiliza-se a distinção entre principal e agente, uma vez que o gestor não estará apenas gerindo profissionalmente recursos de terceiros (como agente), mas também recursos próprios (carteira proprietária) ou de integrantes de seu grupo, cumulando, assim, em boa medida, a figura do investidor (como principal). Entretanto, não há, objetivamente, definição de percentual de participação direta ou indireta do gestor (ou de quem o controle) como cotista a partir do qual seja dado concluir que não se trata de *skin in the game*.

De todo modo, tal participação deve ser representativa o suficiente para descaracterizar a finalidade precípua de gestão de recursos de terceiros. Assim, para determinar se o gestor com poderes

discricionários sobre os ativos do fundo age como principal (e não como agente), é preciso constatar que sua atuação na gestão profissional seja pautada, substancialmente, em benefício próprio, de seu controlador ou de integrantes de seu próprio grupo econômico (e não de terceiros). Nas circunstâncias em que prevalecer a atuação do “gestor-proprietário” como principal, e não agente, é dado concluir que, se a investida for controlada pelo fundo, será controlada indiretamente pelo “gestor-proprietário” (ou, conforme o caso, pelo controlador do “gestor-proprietário”).

A unidade de direção, em conjunto com o vínculo patrimonial mediante participações societárias diretas e indiretas, permearão a cadeia societária da qual o fundo e o gestor (ou seu controlador) fazem parte, caracterizando então, a nosso ver, a formação de grupo econômico.

## Carteira de investimentos e categoria de fundo

No que diz respeito à carteira de investimentos do fundo, cabe distinguir situações em que os fundos são detentores de um único ativo/empresa daquelas em que os fundos têm investimentos em diversos ativos, correlacionados ou não.

A concentração de investimentos do fundo numa única sociedade investida, da qual o fundo seja controlador, pode indicar que o fundo está sendo usado para cumprir papel de *holding*. Porém, isso não necessariamente significa que tal controlada deva ser considerada integrante do mesmo grupo econômico dos cotistas do fundo, o que dependeria da configuração de influência determinante do cotista sobre as decisões atinentes ao exercício de poder de controle do fundo sobre a sociedade investida.

Também não será determinante a categoria do fundo, embora a carteira de investimento possa ter limitações específicas para cada categoria. Destacam-se, por exemplo, os FIPs, que são fundos fechados destinados a valores mobiliários representativos de crédito ou participação em sociedades. Por definição, trata-se de categoria relevante para o tema deste artigo, em vista do objetivo precípua de participar do processo decisório de suas investidas, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e gestão, o que pode ocorrer via exercício de poder de controle, como expressamente prevê o art. 6º do Normativo Anexo IV da RCVM 175/2022, que dispõe sobre as regras específicas aplicáveis aos FIPs. Consta da agenda regulatória da CVM a realização de consulta pública para modernização da norma de FIPs, com alteração do respectivo anexo normativo.

## Aspectos contábeis

A ICVM 579, de 30 de agosto de 2016, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos FIPs (e que tende a ser reformulada após a reforma do Anexo IV da RCVM 175/2022), exige divulgações de informações específicas nas notas explicativas, a depender da qualificação do FIP como entidade de investimento ou não entidade de investimento.

A propósito, os elementos qualificadores de fundos como entidades de investimento são elencados, nos artigos 4º a 6º da ICVM 579/2016, para os fins de que trata o normativo. Depreende-se, em uma leitura a contrario sensu da norma, que FIPs classificados como entidades não de investimento são aqueles que apresentam atributos indicativos de que não são utilizados como instrumento de aplicação financeira dos cotistas, mas como instrumento para investimentos

destinados ao exercício de atividade empresarial ou para fins de organização patrimonial.

Por isso, a norma antevê que, nesses FIPs, é maior a probabilidade de que a atuação do gestor não seja discricionária ou, ainda, de que os cotistas tenham mantido relação societária com tais investidas antes de se tornarem cotistas. Assim, FIPs classificados como entidades *não* de investimento são, por natureza, mais propícios a integrar grupos econômicos de cotista(s).

A qualificação como entidade de investimento ou não de investimento, porém, cabe ao administrador do fundo. A propósito, registre-se o alerta feito pela Superintendência de Normas Contábeis (SNC) da CVM de que faz parte das obrigações do auditor confirmar que o FIP auditado que se reporte como entidade de investimento efetivamente se qualifica como tal, de acordo com as normas contábeis. A SNC observou, em 2022 e 2023, casos em que os procedimentos de auditoria pertinentes não foram realizados.<sup>18</sup>

Tal informação deve ser tratada, portanto, com algum ceticismo, ensejando uma visão conservadora sobre o tema. Desse modo, entendemos que devem ser objeto de especial atenção os casos em que a investida seja controlada por FIP que, na visão do próprio administrador, *não* se qualifique como entidade de investimento, ainda que não se possa presumir, somente em razão dessa classificação, que haverá influência determinante de cotista no exercício do poder de controle do FIP sobre sua investida. Na mesma linha, a qualificação como entidade de investimento

---

18 Vide Ofício-Circular 1/2024/CVM/SNC/GNA, de 24 de maio de 2024.

não deve ser interpretada como evidência final de ausência de influência determinante dos cotistas.

Sem prejuízo de aperfeiçoamento regulatório, os preceitos de natureza eminentemente conceitual contidos na ICVM 579/2016, obrigatoriamente aplicáveis à classificação dos FIPs para tais fins, podem ser aproveitados com relação a outras categorias que detenham participação societária (por exemplo, fundos de investimento em ações – FIA e fundos multimercado – FIM).

A propósito, a ICVM 579/2016 adaptou, para o universo dos FIPs, conceitos do CPC 36 (R3) atinentes à isenção de consolidação de demonstrações contábeis para entidades que se qualifiquem como entidades de investimento, acarretando, assim, que seus investimentos em participações societárias sejam avaliados a valor justo. Tais conceitos, porém, foram concebidos independentemente da natureza jurídica.

Mais recentemente, a Resolução do Conselho Monetário Nacional (RCMN) 5.111, de 21 de dezembro de 2023, regulamentou, nos artigos 2º e 3º, o conceito de entidade de investimento para fins do disposto no art. 23 da Lei 14.754, de 12 de dezembro de 2023 (tributação de aplicações em fundos), aplicando-o a quaisquer tipos de fundo, indistintamente, e não apenas aos FIPs.

Consoante a RCMN 5.111/2023, devem ser classificados como entidades de investimento os fundos de investimento que tenham estrutura de gestão profissional, representada por agentes ou prestadores de serviços com poderes para tomar decisões de investimento e desinvestimento de forma discricionária, com o propósito de obter retorno por meio de apreciação do capital investido, renda ou ambos, segundo os parâmetros nela detalhados.

A despeito da finalidade específica, os parâmetros fixados para os fundos em geral foram inspirados e, portanto, se coadunam conceitualmente com aqueles adotados pelo CPC 36 (R3), assim como pela ICVM 579/2016, indicando características comumente presentes em veículos de investimento em que a propriedade e a gestão dos recursos podem estar, em menor ou maior grau, circunstancialmente concentradas em poder de determinado(s) cotista(s) ou do gestor. São parâmetros complementares na análise de grupos econômicos.

Nos termos da RCMN 5.111/2023, não são classificados como entidades de investimento, em caráter exemplificativo, os fundos: (i) que possuam comitê de investimento ou outro órgão de governança deliberativo “no qual cotistas majoritários pessoas físicas ou as pessoas por eles indicadas tomem decisões e enviem ordens ao gestor quanto à composição da carteira do fundo”; (ii) que “controlem pessoas jurídicas que tenham sido controladas, direta ou indiretamente, por seus cotistas majoritários pessoas físicas nos 5 (cinco) anos anteriores ao investimento pelo fundo”; (iii) cujos cotistas majoritários pessoas físicas sejam administradores de investidas pelo fundo; ou (iv) cujos cotistas majoritários pessoas físicas possam determinar ou vetar decisões de investimento ou desinvestimento (art. 2º, § 2º).

Além disso, a RCMN 5.111/2023 dispõe que não descaracteriza a classificação como entidade de investimento a “participação minoritária, direta ou indireta, no fundo, pelo agente prestador de serviço ou pessoa física que faça parte da estrutura de gestão profissional, para fins de alinhamento de interesses com o investidor” (art. 2º, § 5º, III), uma clara alusão ao *skin in the game*.

## Acordos no exterior

Na praxe da indústria de fundos no Brasil, é usual a entrada de investidores ou coinvestidores em veículos no exterior, muitas vezes formando um *pool* de investidores estrangeiros e, por vezes, cuidando de alianças em investimentos estratégicos por meio de um ou mais veículos *offshore* que, por sua vez, investem num fundo de investimentos constituído no Brasil.

Nesses casos, como apontado, não raramente são celebrados acordos em outros países para regular os interesses desses investidores, abrangendo, inclusive, direitos de orientação de voto em investidas no país por meio de outros veículos de investimento, com reflexos sobre a discricionariedade da atuação do gestor do fundo constituído no Brasil.

Essa realidade foi captada pela RCMN 5.111/2023, quando do estabelecimento de parâmetros para a caracterização da gestão profissional nos fundos classificados como entidades de investimento para os fins da Lei 14.754/2023. Destaca-se do Voto 65/2023-CMN:

25. É comum a utilização de fundos ou veículos no exterior para a captação de recursos com investidores residentes ou domiciliados no exterior. A gestão profissional discricionária se dá no nível desses fundos ou veículos. O fundo de investimento no país simplesmente segue as ordens definidas no nível do seu cotista. Na indústria de private equity, esses fundos ou veículos são conhecidos como “feeder funds”, sendo aqueles indicados nos itens (i) e (ii) do parágrafo 24. As demais entidades citadas na lista são, por definição, fundos institucionais que gerem profissionalmente recursos provenientes de fontes variadas, como governos, previdência privada e doações filantrópicas, caso dos itens (iii) a (vi) do referido parágrafo.

Restrições de acesso a tais informações, especialmente quando se-quer sujeitas à divulgação ao mercado (*disclosure*) e/ou submetidas a outras jurisdições, poderão dificultar sobremaneira ou mesmo impossibilitar que se tenha segurança sobre a existência, ou não, de tais mecanismos de influência dos cotistas sobre decisões tomadas pelo fundo brasileiro como controlador de investida. Além disso, pode-se constatar que os mecanismos formais de governança interna do fundo muitas vezes não refletem os arranjos celebrados entre os investidores, englobando, conforme o caso, o exercício de influência sobre a gestão.

Nessas estruturas complexas, que chegam a envolver diversas jurisdições, não é simples identificar quem tem o controle, sendo comum que, a despeito de diligências tomadas, seja necessário demandar das partes envolvidas declarações sobre se há ou não arranjo contratual que verse sobre voto ou orientação quanto a decisões do fundo no que tange às investidas finais, o que por vezes é feito por grandes *players* e potenciais credores das investidas.

Contudo, para os investidores em geral restará apenas a transparência quanto ao percentual de participação dos fundos e eventuais acordos de acionistas no âmbito da companhia aberta brasileira, informações fornecidas pelas emissoras no FRE, que, como visto, por vezes poderá ser insuficiente. Percebe-se, portanto, que há espaço para aperfeiçoamento regulatório para incrementar a divulgação de informações sobre tais acordos ou arranjos, bem como para exigir dos gestores que forneçam declarações a respeito do nível de discricionariedade com que atuam, questões que poderiam ser avaliadas pelo regulador na revisão tanto das normas do FIP quanto do regime informacional dos fundos em geral, e que já estão inseridas na atual agenda regulatória da CVM.

## Conclusões

Não há, em nosso ordenamento jurídico, um conceito unívoco de grupo econômico. Para os fins de que trata este artigo, constitui grupo econômico um grupo de sociedades sob controle comum, englobando tanto o vértice do grupo (é dizer, o controlador, direto ou indireto, seja pessoa natural, pessoa jurídica ou fundo) quanto aqueles sobre os quais o grupo exerce controle.

Um fundo de investimento controla a sociedade investida quando, isoladamente ou em conjunto com outros entes vinculados por acordo de voto, ou sob controle comum, (i) nela detiver, direta ou indiretamente, participação que lhe confira direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria de seus administradores; e (ii) use efetivamente tal poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da investida.

O gestor é prestador de serviço essencial do fundo, mas não deve, apenas em razão dessa qualidade, ser considerado integrante do mesmo grupo econômico das sociedades controladas pelos fundos sob sua gestão, uma vez que atua, em princípio, como agente, e não como principal. Por outro lado, em certas circunstâncias, pode ser que o gestor atue também, em boa medida, como principal (com recursos e interesses próprios).

Quando for detectada a presença de cotista ou grupo de cotistas ao qual, mediante mecanismos de influência determinante sobre a gestão do fundo, seja assegurada, de modo permanente, preponderância nas deliberações sobre (i) o conteúdo dos votos do fundo e de seus representantes nas assembleias de acionistas (ou reuniões de

sócios) ou no âmbito dos órgãos de administração das investidas; e (ii) a forma de participação ativa do fundo nas decisões e políticas dessas investidas, pode-se considerar que tal cotista ou grupo de cotistas exerce controle indireto sobre a investida, integrando, com ela e com o próprio fundo, um mesmo grupo econômico, devendo o mesmo racional aplicar-se no caso de cadeia societária permeada por vários fundos.

Nos casos em que a influência determinante dos cotistas sobre a gestão não se dê por meio de mecanismos internos de governança, poderão ser considerados, para fins de identificação de grupos econômicos integrados por fundos, critérios circunstanciais pertinentes a esses veículos (atinentes, por exemplo, à base de cotistas, à governança, à carteira de investimentos e à classificação, ou não, de fundos como entidades de investimento).

Há desafios concretos que prejudicam a devida transparência ao mercado quanto ao controle de companhias abertas investidas por fundos, notadamente quando há, na cadeia societária, camadas de veículos de investimento no exterior e eventuais acordos de voto ou arranjos correlatos não disponíveis publicamente no Brasil, mas com impacto na dinâmica das deliberações dos fundos quanto às suas investidas, em detrimento da discricionariedade dos gestores. Tem-se, nesse contexto, espaço para aperfeiçoamento regulatório, observando-se que já constam da agenda regulatória da CVM a revisão das normas atinentes aos FIP e a revisão do regime informacional dos fundos.

## Referências

ANDRADE, Rafael. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento: origem, fundamentos e perspectivas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 579, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 31 ago. 2016. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Ofício Circular/Anual-2024-CVM/SEP*, de 7 de março de 2024. Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas. Rio de Janeiro: CVM, 2024a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sep/oc-anual-sep-2024.html>. Acesso em: 10 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Ofício-Circular n. 1/2024/CVM/SNC/GNA*, de 24 de maio de 2024. Esclarecimentos relacionados à atuação do auditor contábil independente no âmbito do mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2024b. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/snc/anexos/Ocsncgna0124.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo CVM RJ2007/9346*. Colegiado. Rio de Janeiro, 18 de março de 2008.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo CVM RJ2011/2324*. Colegiado. Rio de Janeiro, 11 de março de 2011. Disponível em: <https://sistemas.cvm.gov.br/asp/cvmwww/processos/formproc3.asp?uf=RJ&ano=2011&ident=2324>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador PAS CVM RJ2016/295 (00783.000063/2016-71)*. Colegiado. Relator: Gustavo Machado Gonzalez, 7 de maio de 2019. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2019/20190507-PAS-RJ2016-295.html>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo Sancionador PAS CVM 19957.009206/2018-61*. Colegiado. Relatora: Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 11 de abril de 2023. Rio Disponível em: [https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2023/20230228\\_pas\\_cvm\\_19957\\_009206\\_2018\\_61\\_voto\\_diretora\\_flavia\\_perlingeiro.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2023/20230228_pas_cvm_19957_009206_2018_61_voto_diretora_flavia_perlingeiro.pdf). Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Pronunciamento Técnico CPC 36 (R3)*. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Rio de Janeiro, 20 dez. 2012. Disponível em [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC\\_36\\_R3\\_rev\\_08.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_36_R3_rev_08.pdf). Acesso em: 10 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM 21, de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 159, n. 38, p. 61-68, 26 fev. 2021a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM 44, de 23 de agosto de 2021. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 159, n. 160, p. 38-41, 24 ago. 2021b. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM 80, de 29 de março de 2022. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 160, n. 61, p. 103-125, 30 mar. 2022a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM 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. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 160, n. 244, p. 57-84, 28 dez. 2022b. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN 4.994, de 24 de março de 2022. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 161, p. 32-35, 28 mar. 2022c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4994>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN 5.111, de 21 de dezembro de 2023. Regulamenta os conceitos de entidade de investimento e de direitos creditórios. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 161, p. 61-62, 26 dez. 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5111>. Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. *Voto 65/2023-CMN, de 23 de janeiro de 2024*. Regulamenta os conceitos de entidade de investimento e de direitos creditórios. Rio de Janeiro, 23 jan. 2024. Disponível em: [https://normativos.bcb.gov.br/Votos/CMN/202365/Voto\\_do\\_CMN\\_65\\_2023.pdf](https://normativos.bcb.gov.br/Votos/CMN/202365/Voto_do_CMN_65_2023.pdf). Acesso em: 6 dez. 2024.

BRASIL. Lei 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 16 jul. 1965. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L4728.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm). Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica e estabelece garantias de livre mercado. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 152, n. 183-B, p. 1, 20 set. 2019. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm). Acesso em: 18 dez. 2024.

BRASIL. Lei 14.754, de 12 de dezembro de 2023. Dispõe sobre a tributação de aplicações em fundos de investimento no País e da renda auferida por pessoas físicas residentes no País em aplicações financeiras, entidades controladas e trusts no exterior. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, ano 161, n. 236, p. 7, 13 dez. 2023. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2023-2026/2023/Lei/L14754.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2023-2026/2023/Lei/L14754.htm). Acesso em: 18 dez. 2024.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

GONZALEZ, Gustavo Machado. Regulamento de fundos de investimento: interpretação e construção. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; GONZALEZ, Gustavo Machado; YAZBEK, Otavio (coord.). *Contencioso dos fundos de investimentos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024. p. 17-53.

KUGLER, Herbert Morgenstern. *Poder de controle no fundo de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. São Paulo: Almedina, 2017.

RONCO, Felipe; OLIVEIRA, Kaue Cardoso de. O acordo de cotistas de fundos de investimento e suas implicações no regime de responsabilidade. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023. p. 225-251.

TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; MAFRA, Ricardo. A responsabilidade de gestores em fundos de “gestão não discricionária”. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. 5, ed. especial. p. 267-300.