

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

Faculdade de Direito

Programa de Pós-Graduação em Direito

Péricles Pereira Pinto

**OS DIREITOS DOS COTISTAS MINORITÁRIOS DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS**

Belo Horizonte

2023

Péricles Pereira Pinto

**OS DIREITOS DOS COTISTAS MINORITÁRIOS DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS**

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Direito.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Rubia Carneiro Neves

Linha de Pesquisa: Poder, Cidadania e Desenvolvimento no Estado Democrático de Direito.

Área de Estudo: P-08 – Sistema Financeiro Nacional e repressão aos ilícitos administrativos e à criminalidade financeira

Belo Horizonte

2023

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária Meire Luciane Lorena Queiroz - CRB-6/2233.

Pinto, Péricles Pereira
P659d Os direitos dos cotistas minoritários de fundos de investimentos em direitos creditórios [manuscrito] / Péricles Pereira Pinto. - 2023.
191 f.: il.

Orientadora: Rubia Carneiro Neves.
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito.
Bibliografia: f. 154-167.

1. Direito comercial - Teses. 2. Fundos de investimento - Teses.
3. Sociedade por ações - Teses. 4. Acionistas - Teses. I. Neves, Rubia Carneiro. II. Universidade Federal de Minas Gerais - Faculdade de Direito. III. Título.

CDU: 347.725



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO



ATA DA DEFESA DA DISSERTAÇÃO DO ALUNO **PÉRICLES PEREIRA PINTO**

Realizou-se, no dia 11 de maio de 2023, às 10:00 horas, Online, da Universidade Federal de Minas Gerais, a defesa de dissertação, intitulada *Os direitos dos cotistas minoritários de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios*, apresentada por PÉRICLES PEREIRA PINTO, matriculado sob n. 2021652925, graduado no curso de DIREITO, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em DIREITO, à seguinte Comissão Examinadora: Profa. Rubia Carneiro Neves - Orientador (UFMG), Prof. Davi Monteiro Diniz (UFMG), Prof. Eduardo Salomão Neto (USP).

A Comissão considerou a dissertação:

Aprovada com autorização para publicação após as correções sugeridas, tendo obtido a nota 91,66 (noventa e um e sessenta e seis).

Reprovada

Finalizados os trabalhos, lavrei a presente ata que, lida e aprovada, vai assinada por mim e pelos membros da Comissão.

Belo Horizonte, 11 de maio de 2023.

Documento assinado digitalmente
gov.br RUBIA CARNEIRO NEVES
Data: 11/05/2023 12:04:44-0300
Verifique em <https://validar.itl.gov.br>

Prof(a). Rubia Carneiro Neves (Doutora) Nota 90,0 (noventa).

DAVI MONTEIRO
DINIZ:25239163200 Assinado de forma digital por DAVI
MONTEIRO DINIZ:25239163200
Dados: 2023.05.11 12:54:01 -03'00'

Prof(a). Davi Monteiro Diniz (Doutor) Nota 95,0 (noventa e cinco).

Eduardo Salomão
Neto Assinado de forma digital por
Eduardo Salomão Neto
Dados: 2023.05.15 13:18:34 -03'00'

Prof(a). Eduardo Salomão Neto (Doutor) Nota 90,0 (noventa).

*Dedico esta obra àquela que foi e sempre será minha maior
inspiração acadêmica. Minha mestra. Minha guia e guardiã
espiritual. Minha autora favorita – Minha mãe.*

AGRADECIMENTOS

À Marina Rocha, minha parceira de vida, pelo amor e compreensão de sempre!

À Prof^a. Dr^a. Rubia Carneiro Neves, pela orientação ímpar, sem a qual jamais teria chegado ao produto final que se tornou esta dissertação.

Ao Me. Felipe Lambertucci, que me apresentou o mundo dos FIDCs, sendo responsável direto por minha atual ocupação e pelo tema deste trabalho.

Aos meus avós, irmão, tias, primos e primas, pelo carinho e acolhimento.

Por fim, a todos os servidores da UFMG, por proporcionarem um ambiente propício ao desenvolvimento de pesquisas de excelência.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1 – Instituições obrigatórias e facultativas na estrutura de um fundo de investimento, conforme a Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022 | 25 |
| Figura 2 – Divisão interna patrimonial dos fundos de investimento, conforme a Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022. | 29 |
| Figura 3 – Classificação dos fundos de investimento em categorias, conforme critérios da CVM..... | 36 |
| Figura 4 - Exemplos de categorias e subcategorias previstas em normas federais distintas da Resolução CVM n. 175/2022 ou já revogadas. | 38 |
| Figura 5 – Instituições obrigatórias e facultativas na estrutura de um FIDC, conforme o Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022..... | 52 |
| Figura 6 – Divisão interna patrimonial dos FIDCs, conforme Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022..... | 55 |

RESUMO

A pergunta principal que norteou a pesquisa ora relatada neste trabalho é se há justificativa para a regulação de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não ter atribuído proteção especial aos cotistas minoritários semelhante à conferida aos acionistas minoritários de sociedade anônima (S.A.), como o *tag along* e a oferta pública para aquisição de ações em caso de cancelamento de registro e de aumento de participação. Considerando que até 22 de dezembro de 2022, com a edição Resolução CVM n. 175/2022, cotistas de FIDCs somente poderiam ser investidores qualificados e profissionais, admitiu-se como hipótese que a falta de proteção especial para os cotistas minoritários seria explicada, primeiro, pelo fato deles não se qualificarem como sócios, eis que os FIDCs não podem ser considerados como sociedades empresárias para fins de aplicação do regime jurídico societário. Depois, porque a CVM, por meio de sua competência normativa, atribuiu liberdade operacional aos administradores, em troca da instituição de específico e complexo regime jurídico para regular o desenvolvimento das atividades dos FIDCs, aí incluídas regras sobre a disponibilização de informações aos cotistas, a princípio, admitidas como suficientes para protegê-los eis que como investidores qualificados teriam conhecimentos necessários para analisar atos da administração do fundo e contra eles acessar a devida proteção. Para verificar tal hipótese, realizou-se revisão bibliográfica, análise normativa e documental. O resultado do estudo realizado foi distribuído em 4 capítulos, além da introdução, conclusão e referências. Nos capítulos 2 e 3, foram descritos os fundos de investimento e o FIDC, respectivamente, tendo-se delimitado a sua natureza jurídica, as normas a eles aplicáveis, a sua classificação e a sua estrutura administrativa, os direitos dos cotistas em geral e dos minoritários em específico, cuja visualização foi complementada por seis figuras demonstrativas produzidas com base na Resolução CVM n. 175/2022. No capítulo 4, apresentou-se o regime jurídico de proteção dos minoritários de S.A., passando por conceitos como maioria, minoria e poder de controle, pelas justificativas para se proteger as minorias, pelos direitos essenciais e individuais dos acionistas em geral e dos minoritários em específico. No capítulo 5, demonstrou-se, com base nas mapeadas diferenças entre a S.A. e o FIDC, a inaplicabilidade da Lei n. 6.404/1976 a este, apesar de a ele serem aplicáveis os conceitos de maioria, minoria e poder de controle. Ali também restou evidenciado que a pretensa liberdade operacional conferida aos administradores pode não se mostrar real, eis que comumente podem restar vinculados às deliberações dos cotistas controladores, nem sempre preocupados em proteger os minoritários. O ordenamento jurídico brasileiro não deixa o cotista minoritário em total desamparo, eis que ele pode se valer das normas do Direito Civil para judicialmente pleitear reparação de danos sofridos em razão de eventuais atos abusivos praticados por administradores e controladores, além de poder pedir a sua anulação. Observou-se, entretanto,

especialmente após a edição da Resolução CVM n. 175/2022, que passou admitir cotistas comuns no FIDC, que tal realidade os coloca em posição prejudicial se comparados aos acionistas minoritários de S.A., pois não contam com mecanismos próprios de proteção dispensados a esses últimos. Assim, refutou-se a hipótese verificada e concluiu-se que a insuficiência da regulação estatal atual para conferir proteção especial aos cotistas minoritários somente se justifica por motivo histórico, não havendo razão lógica que possa explicar tratar diferentemente investidores com posições jurídicas tão semelhantes.

Palavras-chave: Fundos de Investimento. FIDC. Sociedade Anônima. Acionista. Cotista. Minoritário.

ABSTRACT

The main question that guided the research reported in this work is whether there is justification for the regulation of Investment Fund in Credit Rights (FIDC) established by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) not having attributed special protection to minority unit holders similar to that granted to minority shareholders of a public company (S.A.), such as tag along rights and public offering for the acquisition of shares in the event of deregistration and increase in shareholding. Considering that until December 22, 2022, with the issuance of CVM Resolution No. 175/2022, FIDC unit holders could only be qualified and professional investors, it was hypothesized that the lack of special protection for minority unit holders would be explained, first, by the fact that they do not qualify as shareholders since FIDCs cannot be considered as business entities for the purpose of applying the corporate legal regime. Secondly, because the CVM, through its normative competence, granted operational freedom to administrators in exchange for the establishment of a specific and complex legal regime to regulate the development of FIDC activities, including rules on the provision of information to unit holders, which were initially deemed sufficient to protect them given that as qualified investors, they would have the necessary knowledge to analyze the fund's administration and access the appropriate protection against them. To test this hypothesis, a literature review, normative analysis, and documentary analysis were conducted. The results of the study were distributed across 4 chapters, in addition to the introduction, conclusion, and references. Chapters 2 and 3 described investment funds and FIDCs, respectively, delimiting their legal nature, the applicable rules, their classification, and their administrative structure, as well as the rights of unit holders in general and minority unit holders specifically, which were further illustrated by six demonstrative figures based on CVM Resolution No. 175/2022. Chapter 4 presented the legal regime for the protection of minority shareholders in public companies, covering concepts such as majority, minority, and control power, justifications for protecting minorities, essential and individual rights of shareholders in general and minority shareholders specifically. Chapter 5 demonstrated, based on the identified differences between public companies and FIDCs, the inapplicability of Law No. 6,404/1976 to the latter, although the concepts of majority, minority, and control power are applicable to them. It was also shown that the alleged operational freedom granted to administrators may not be real, as they often remain bound by the decisions of controlling unit holders who are not always concerned with protecting the minority. The Brazilian legal system does not leave minority unit holders completely unprotected, as they can rely on the provisions of Civil Law to legally claim damages suffered as a result of potential abusive acts by administrators and controllers, as well as request their annulment. However, it was observed, especially after the issuance of CVM Resolution No. 175/2022, which allowed for common unit holders in FIDCs, that this reality puts them in a disadvantageous position when compared to minority

shareholders of public companies, as they do not have the same protective mechanisms afforded to the latter. Thus, the verified hypothesis was refuted, and it was concluded that the current insufficiency of the state regulation to provide special protection to minority unit holders is only justified by historical reasons, with no logical reason that can explain treating investors with such similar legal positions differently.

Keywords: Investment Funds. FIDC. Publicly Traded Company. Shareholder. Unit Holder. Minority.

SUMÁRIO

| | |
|--|------------|
| 1 INTRODUÇÃO | 14 |
| 2 FUNDOS DE INVESTIMENTO | 19 |
| 2.1 Atual regramento dos fundos de investimento no Brasil | 23 |
| 2.2 Classificação dos fundos de investimento conforme a Resolução CVM n. 175/2022 | 28 |
| 3 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDCs)..... | 41 |
| 3.1 Cenário anterior à Resolução CVM n. 175/2022..... | 42 |
| 3.1.1 FIDC-Ps | 42 |
| 3.1.2 FIDC-NPs..... | 46 |
| 3.1.3 FIDC-PIPSs..... | 48 |
| 3.1.4 FIC-FIDCs | 49 |
| 3.2 Cenário posterior à Resolução CVM n. 175/2022 | 50 |
| 3.3 Direitos dos cotistas de FIDC..... | 62 |
| 3.3.1 Amortização de cotas | 62 |
| 3.3.2 Resgate de cotas..... | 64 |
| 3.3.3 Voto em assembleia geral e especial | 64 |
| 3.3.4 Distribuição de rendimentos | 67 |
| 3.3.5 Divulgação de informação aos cotistas | 68 |
| 3.3.6 Direitos em hipótese de liquidação da classe | 69 |
| 3.4 Direitos dos cotistas minoritários de FIDC | 69 |
| 4 O REGIME JURÍDICO DE PROTEÇÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO DE S.A. | 72 |
| 4.1 Conceitos de minoria e maioria | 75 |
| 4.2 O poder de controle nas S.As. | 78 |
| 4.3 Justificativas para proteção das minorias nas S.As..... | 91 |
| 4.4 Os direitos essenciais e individuais dos acionistas | 95 |
| 4.5 Os direitos dos acionistas minoritários | 103 |
| 5 A PROTEÇÃO DO COTISTA MINORITÁRIO DE FIDC..... | 110 |
| 5.1 Os conceitos de minoria, maioria e poder de controle em FIDC | 111 |
| 5.2 Justificativas para proteção das minorias nos FIDCs | 116 |
| 5.3 A possibilidade de utilização de normas legais cíveis para reparação de atos abusivos dos majoritários..... | 121 |

| | |
|---|------------|
| 5.3.1 Dispositivos legais aplicáveis a minoritários para reparação de atos abusivos de majoritários e controladores | 127 |
| 5.3.2 A inaplicabilidade da Lei n. 6.404/76 aos FIDCs demonstrada por meio de análise comparativa com as S.As..... | 129 |
| 5.3.2.1 Natureza jurídica | 130 |
| 5.3.2.2 Normas internas | 131 |
| 5.3.2.3 Composição administrativa | 132 |
| 5.3.2.4 Exercício do poder de controle..... | 133 |
| 5.3.2.5 Cotas e ações | 134 |
| 5.3.2.6 Direitos dos acionistas e cotistas | 135 |
| 5.3.2.7 Direitos dos minoritários..... | 136 |
| 5.3.3. Análise comparativa entre os direitos dos minoritários em S/A e FIDC | 137 |
| 5.3.3.1. Tag Along | 137 |
| 5.3.3.2. Direitos relativos ao Conselho Fiscal..... | 139 |
| 5.3.3.2.1. Direito de solicitar o funcionamento do Conselho Fiscal | 139 |
| 5.3.3.2.2. Direito individual de convocação de assembleia para instalar conselho fiscal, no caso de omissão dos administradores | 141 |
| 5.3.3.3.3. Direito de requerer qualquer informação que for de competência do Conselho Fiscal..... | 142 |
| 5.3.3.3.4. Direito de requerer o funcionamento de Conselho Fiscal de companhia ligada ao grupo econômico da S.A..... | 142 |
| 5.3.3.3. Direitos relacionados ao Conselho de Administração | 143 |
| 5.3.3.3.1. Voto Múltiplo e eleição de um membro do Conselho de Administração em votação separada..... | 143 |
| 5.3.3.3.2. Direito de eleger e destituir membro e suplente do Conselho de Administração..... | 144 |
| 5.3.3.3.3. Direito de solicitar convocação de assembleias por telegrama ou carta registrada | 145 |
| 5.3.3.3.4. Direito de convocar assembleia geral em caso de omissão dos administradores..... | 145 |
| 5.3.3.4. Direito à oferta pública no cancelamento de registro e aumento de participação..... | 146 |
| 5.3.3.5. Direito de solicitar a relação de endereço de todos os acionistas para | |

| | |
|--|------------|
| <i>enviar-lhes procurações</i> | 148 |
| <i>5.3.3.6. O direito de requerer a revelação de informações ao administrador da companhia</i> | 148 |
| <i>5.3.3.7. Conclusão da análise comparativa</i> | 149 |
| 6 CONCLUSÃO | 151 |
| REFERÊNCIAS | 154 |
| APÊNDICE | 167 |
| <i>Tabela 1 – Regramento da amortização e direitos dela decorrentes</i> | <i>167</i> |
| <i>Tabela 2 – Regramento do resgate e direitos dele decorrentes</i> | <i>170</i> |
| <i>Tabela 3 – Regramento do voto e direitos dele decorrentes</i> | <i>175</i> |
| <i>Tabela 4 – Regramento da remuneração de cotas e direitos dela decorrentes</i> | <i>178</i> |
| <i>Tabela 5 – Regramento da informação aos cotistas e direitos dela decorrentes</i> | <i>178</i> |
| <i>Tabela 6 – Regramento da liquidação e direitos dela decorrentes</i> | <i>188</i> |
| <i>Tabela 7 – Direitos dos cotistas minoritários de FIDC</i> | <i>191</i> |

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, notou-se rápido crescimento tanto no volume de emissão de cotas¹ quanto no patrimônio líquido² dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) no Brasil, tornando-se tais fundos relevantes opções aos investidores (titulares das cotas) e às pessoas que em algum momento precisam antecipar o recebimento de seus créditos futuros.

A atual relevância desses fundos para os investidores se traduz em números de emissões de cotas no mercado: dos R\$ 596 bilhões (100%) captados ao total no mercado de valores mobiliários brasileiro em 2021, as cotas de fundos representaram R\$ 101,53 bilhões (17,03%), aproximando-se, por exemplo, das emissões de ações de Sociedades Anônimas (S.As.) (R\$ 128,11 bilhões em 2021, o que representa 21,49% do total)³, um dos valores mobiliários mais relevantes do mercado brasileiro⁴.

Embora as S.As. possuam regime jurídico previsto na Lei n. 6.404/1976 e se constituam como sociedades empresárias (art. 982, parágrafo único do CC/02)⁵, diferentemente dos FIDCs, que possuem natureza jurídica de condomínio especial (art. 1.368-C do CC/2002)⁶, a maneira específica como praticam a atividade de captação de recursos de terceiros por meio de emissões de cotas de FIDC em um caso e ações de S.A. em outro, assemelham-se em

¹ De 2017 a 2021 as emissões de cotas de FIDC passaram de R\$47,7 bilhões para R\$101,53 bilhões (UQBAR, 2022).

² De 2017 a 2021, o patrimônio líquido dos FIDC registrou índice de crescimento superior a 100% no país, passando de R\$ 81,6 bilhões para R\$ 223,62 bilhões (UQBAR, 2021).

³ Dos R\$ 128,11 bilhões em ações emitidas nesse ano, R\$87,38 bilhões foram de emissão primária (*Initial Public Offering* – Oferta Pública Inicial) e R\$40,73 bilhões de emissão secundária (*Follow On* – Oferta Subsequente) (ANBIMA, 2022).

⁴ O regime jurídico das S.A no Brasil se remonta ao século XIX, sendo primeiramente normatizado pelo Código Comercial de 1850 (VERÇOSA, 2006, p. 52), enquanto os FIDCs surgiram somente em 2001, com a publicação da ICVM n. 356 (BRASIL, 2001a). Analisando o mercado secundário, que envolve a negociação dos valores mobiliários somente entre os investidores, a diferença numérica demonstra a disparidade das ações de S.A em nosso país em comparação às cotas de FIDC: enquanto as transações envolvendo cotas de FIDC movimentaram R\$ 11,3 bilhões em 2021 (UQBAR, 2022), as transações envolvendo ações de S.A movimentaram R\$ 7,04 trilhões no mesmo ano, o que representa aproximadamente 90% do PIB do Brasil (VOLUME..., 2022).

⁵ “Art. 982 [...] Parágrafo único. Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa” (BRASIL, 2002).

⁶ “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” (BRASIL, 2002).

vários pontos.

Ao adquirir ações de uma companhia aberta ou fechada⁷, o investidor tem o direito a, por exemplo: votar em assembleia-geral (órgão máximo de deliberação), podendo o estatuto social prever limitações a esse direito em caso de ações preferenciais (arts. 15, *caput*, §§ 1º e 2º, e 17, § 2º, da Lei n. 6.404/76)⁸; participar dos lucros sociais e fiscalizar as atividades praticadas pela administração da sociedade, segundo disposições do art. 109 da Lei n. 6.404/76⁹, que lista os chamados “direitos essenciais” dos acionistas. De modo similar, ao adquirir cotas de FIDC, o investidor se torna um condômino do fundo, tendo direito à distribuição de rendimentos, a receber informações fidedignas das sociedades empresárias que administram e gerenciam o fundo e votar em assembleia-geral (órgão máximo de deliberação em relação ao fundo) e especial (órgão máximo em relação à classe ou subclasse de cotas), podendo o regulamento do fundo e o anexo descritivo das classes de cotas disporem sobre limitações ao exercício desse direito em relação a cada classe¹⁰.

A semelhante maneira como o FIDC e a S.A. praticam a atividade específica de captação de recursos¹¹, bem como a similitude dos direitos básicos conferidos aos investidores de ambos levou à formulação da principal questão

⁷ As companhias são abertas ou fechadas conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, nos termos da redação do art. 4º da Lei n. 6.404/1976 (BRASIL, 1976b).

⁸ “Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição. § 1º As ações ordinárias e preferenciais poderão ser de uma ou mais classes, observado, no caso das ordinárias, o disposto nos arts. 16, 16-A e 110-A desta Lei. § 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas” (BRASIL, 1976b); “Art. 17 [...]. § 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo” (BRASIL, 1976b).

⁹ “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I – participar dos lucros sociais; II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III – fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV – preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei” (BRASIL, 1976b).

¹⁰ Os direitos de distribuição de rendimentos de receber informações dos administradores e gestores, bem como de votar, foram listados nos subcapítulos 3.3.3, 3.3.4 e 3.3.5 deste trabalho.

¹¹ Não se olvida que as S.As. possuem outras maneiras de captar recursos – por exemplo, a emissão de debêntures. Mas para os fins específicos da pesquisa, cujos resultados são aqui apresentados, a análise comparativa foi realizada com valores mobiliários de S.A que podem conferir direito a voto aos investidores, de maneira a influenciarem diretamente na administração da companhia por meio de eventuais deliberações tomadas em assembleia geral de acionistas.

investigada: Há justificativa para a regulação de FIDC estabelecida pela CVM não ter atribuído aos cotistas minoritários uma proteção especial semelhante à de acionistas minoritários?

Considerando que a pesquisa que ensejou a produção desta dissertação de mestrado foi iniciada em março de 2022 e que até 22 de dezembro de 2022, com a edição Resolução CVM n. 175/2022¹², os cotistas de FIDCs somente poderiam ser investidores qualificados e profissionais, admitiu-se como hipótese para a questão formulada, que a falta de proteção especial para os cotistas minoritários seria explicada, primeiro, pelo fato deles não se qualificarem como sócios, eis que os FIDCs não podem ser considerados como sociedades empresárias para fins de aplicação do regime jurídico societário. Depois, porque a CVM, por meio de sua competência normativa, atribuiu liberdade operacional aos administradores, em troca da instituição de específico e complexo regime jurídico para regular o desenvolvimento das atividades dos FIDCs (ICVM 356/2001 - BRASIL, 2001a), aí incluídas regras sobre a disponibilização de informações aos cotistas, a princípio, admitidas como suficientes para protegê-los, eis que como investidores em tese dotados dos necessários conhecimentos técnicos, podem analisar os atos da administração do fundo e contra eles acessar a devida proteção.

Para verificar tal hipótese, foi necessário responder sobre quais são os elementos que caracterizam a posição dos minoritários, diante do regime jurídico que os rege.

Aceitou-se que existem dois elementos que caracterizam a posição dos minoritários: pluralidade de cotistas com direito a voto; existência de um indivíduo (ou grupo de indivíduos) que seja titular de maioria das cotas com direito a voto emitidas e que exerça efetivamente o poder de controle do fundo por meio do comparecimento nas assembleias gerais, tendo participação direta nas

¹² A Resolução CVM n. 175/2022 foi publicada em dezembro de 2022, tendo sua vigência inicialmente designada para 03 de abril de 2023. Contudo, dias antes de sua entrada em vigor, a CVM, por meio da publicação da Resolução n. 181/2023, a prorrogou para 02 de outubro de 2023, sendo esta última a data em que as normas dispostas na Resolução passarão a produzir efeitos. Devido à proximidade entre a vigência da nova norma e a data de publicação da versão final desta dissertação (julho de 2023), todo o raciocínio envolvendo os Fundos de Investimento (exemplo: figuras ilustrativas produzidas pelo autor) foi desenvolvido já com base na Resolução CVM n. 175/2022. Isso não impediu, entretanto, a análise das normas anteriores (notadamente as Instruções CVM n. 555, 356 e 444), que também foram objeto de enfrentamento ao longo da pesquisa.

deliberações tomadas. Foram excluídos os casos de FIDC que possuam apenas um cotista titular de cotas com direito a voto, por não haver possibilidade de formação de maioria em assembleia geral.

Também foi necessário investigar se as finalidades sociais em que se baseiam o regime jurídico de proteção especial aos acionistas minoritários se verificam no caso dos cotistas minoritários de FIDC.

Admitiu-se que as finalidades sociais em que se baseiam o regime jurídico de proteção especial aos acionistas minoritários não se verificariam no caso dos cotistas minoritários de FIDC. Ou seja, a proteção dos direitos das minorias em face de eventuais atos abusivos praticados por parte dos controladores e a limitação dos atos dos controladores que visam trazer segurança jurídica para os minoritários investir seus recursos em ações de companhias não seria aplicável aos cotistas minoritários de FIDCs. Isto porque antes da edição da Resolução CVM n. 175/2022, eles eram restritos a investidores qualificados e profissionais, o que denotava cuidado por parte da CVM ao deles exigir conhecimento do mercado de capitais traduzida em suficiente saber técnico e informacional que investidores inexperientes poderiam não compreender em sua completude. Por essa razão, não se vislumbrava a existência de vulnerabilidade técnica ou informacional que justificasse a proteção especial aos cotistas minoritários.

As hipóteses foram verificadas com base em análise de normas aplicáveis ao tema estudado, exame de documentos e revisão bibliográfica (GIL, 2002, p. 44), cujo levantamento foi realizado nos principais canais de busca acadêmica¹³ com uso de palavras-chave isoladas e em conjunto¹⁴. Não tendo sido identificados trabalhos específicos sobre o problema principal da pesquisa, foi realizada listagem e leitura de material que trata dos problemas secundários e dos demais temas estudados na pesquisa¹⁵.

¹³ Exemplos: Google, Google Scholar, Anbima, Repositório da UFMG, Repositório da USP, Repositório INSPER-BDTD, Repositório da FGV, Portal de Periódicos da CAPES e RVBI do Senado.

¹⁴ Exemplos das palavras-chave utilizadas: direitos, cotistas, minoritários, fundos, fundos de investimento, dissertação, mestrado, tese, doutorado, artigo, PDF, acionistas e sociedades anônimas.

¹⁵ Exemplos de temas tratados: fundos de investimento, FIDC, sociedades anônimas, contratos e obrigações.

O resultado do estudo realizado foi dividido em 4 capítulos, além da introdução, conclusão e do capítulo dedicado às referências. No Capítulo 2, optou-se por: descrever e classificar os fundos de investimento conforme o ordenamento jurídico brasileiro, realizando-se remontagem histórica de sua origem como instrumentos coletivos de investimento no Brasil e em outros países e com a elaboração de figura que os apresenta em categorias, outra que os classifica conforme a classe das cotas e mais uma que oferece exemplos de fundos que emitem classes de cotas previstas em normas federais distintas da Resolução CVM n. 175/2022; apresentar a sua natureza jurídica de condomínio especial que não se limita à esfera objetiva, comportando-se ora como objeto, ora como sujeito de direitos (SANTOS, 2019; SANTOS; NEVES, 2020); listar normas legais e infralegais que regem os fundos no País, com destaque para a Lei n. 10.406/2002 – Código Civil (BRASIL 2002) –, Lei n. 6.385/1976 (BRASIL, 1976^a) e Resolução CVM n. 175/2022 (BRASIL, 2022e), tendo-se produzido figura que permite visualizar instituições que devem ser adotadas por fundos, as facultativas e outra figura que mostra a divisão interna patrimonial na sua estrutura de funcionamento.

No Capítulo 3, descreveu-se e classificou-se os FIDCs, utilizando-se de dois cenários distintos: o primeiro, anterior à Resolução CVM n. 175/2022, em que havia diferentes espécies de FIDCs no País, regidos por normas distintas e o segundo cenário, posterior à referida resolução, em que se demonstrou a eliminação das espécies de FIDCs, a revogação das 38 normas distintas que tratavam sobre fundos em geral, bem como a inauguração da possibilidade de abertura dos FIDCs ao público em geral. Em seguida, os direitos dos cotistas de FIDC em geral foram listados, destacando-se: amortização, resgate, voto, distribuição de rendimentos, divulgação de informações e direitos em hipótese de liquidação de classe de cotas, com a apresentação dos quatro direitos específicos voltados para a proteção dos cotistas minoritários de FIDC, todos visualmente dispostos no Apêndice A.

No Capítulo 4, descreveu-se o regime jurídico de proteção do acionista minoritário de S.A., com a demonstração: da natureza jurídica e estrutura das sociedades anônimas, focando nas ações que compõem o seu capital social; dos conceitos de minoria, maioria e poder de controle em S.A.; de possibilidade de prática de atos abusivos por parte dos controladores e dos administradores;

de que o poder de controle não está necessariamente ligado à maioria em participação acionária de uma S.A., havendo outros casos em que esse poder é exercido; de que a proteção dos acionistas minoritários esteve presente nas justificativas para a publicação da Lei n. 6.404/1976, bem como nas exposições de motivos de suas reformas posteriores; dos direitos essenciais e genéricos dos acionistas e daqueles direcionados à proteção específica dos minoritários.

Por fim, no capítulo 5, utilizando-se principalmente da obra *O poder de controle na sociedade anônima*, de Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho (2008), conceituou-se minoria, maioria e poder de controle em FIDC e realizou-se análise comparativa mais detalhada entre ele e a sociedade anônima, de modo a avaliar se há motivos que possam explicar as substanciais diferenças de tratamento que seus respectivos regimes jurídicos dispensam à proteção de acionistas e cotistas minoritários. Foram analisados, separadamente, os direitos que os acionistas minoritários possuem que não são replicados à realidade dos cotistas minoritários, de maneira a demonstrar a diferença de tratamento entre os dois, bem como as possíveis proteções que os últimos poderiam ter caso houvesse tratamento normativo semelhante.

2 FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os fundos de investimento, como instrumentos de organização de capital coletivo, objetivam a geração de resultados mais satisfatórios e seguros do que no caso de capital individualmente investido. Para sua compreensão como instrumentos de investimento, realizou-se uma digressão histórica para alcance dos primeiros instrumentos utilizados coletivamente com a finalidade de remuneração e proteção de capitais individuais.

Não é objetivo, neste trabalho, averiguar em que momento histórico surgiu a ideia de cooperação entre sujeitos para alcançar resultados finais que fogem ao alcance de cada um deles individualmente, pois tal atitude, provavelmente, trata-se da própria natureza do ser humano como ser social. Cabe, aqui, encontrar a gênese específica das estruturas coletivas organizadas com objetivo de reunir e investir recursos financeiros com a finalidade de sua valorização, à semelhança dos atuais fundos de investimento.

Há autores – como Rouwenhorst (2004, p. 3) – que defendem que a

primeira dessas estruturas surgiu na Holanda, em 1670, por meio de um contrato chamado “Tontina”, criado pelo italiano Lorenzo de Tonti. As Tontinas consistiam na reunião de investidores que, ao pagarem uma taxa de entrada e alocarem seus recursos financeiros, aceitavam que esses mesmos recursos fossem investidos com a promessa de receberem pagamentos anuais como remuneração. A característica especial das Tontinas era de que, à medida que os investidores fossem falecendo, os investidores sobreviventes aumentariam sua remuneração anual recebida (ROUWENHORST, 2004, p. 3).

Outros – como Pajiste (1954 *apud* CARVALHO, 2012) – defendem que a primeira dessas estruturas surgiu em 1822, com a fundação nos Países Baixos da “Algemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van de Volkslijt”¹⁶, liderada pelo Rei Guilherme de Orange em Bruxelas. Por outro lado, há críticos como Barreto Filho (1956) e Freitas (2005), ambos citados por Carvalho (2012, p. 36) afirmando que essa sociedade não possuía o escopo de dividir os riscos entre os investidores, servindo tão somente para facilitar o ingresso de títulos estrangeiros no mercado nacional não sendo, portanto, um mecanismo de investimento coletivo de fato.

Há, por fim, autores que defendem que essas estruturas organizadas para investimento coletivo surgiram na Suíça, em 1849, na Escócia, entre 1830 e 1860, ou na Inglaterra, em 1863, por meio de institutos distintos dos anteriormente citados. Independentemente de quem tenha razão, fato é que a existência do que hoje se chama “Fundo de Investimento” remonta ao período compreendido entre os séculos XVII e XIX na Europa Ocidental¹⁷.

Já no Brasil, a indicação é de que as primeiras sociedades de investimento coletivo surgiram em 1945, por meio do Decreto-Lei n. 7.583/1945 (BRASIL, 1945), que inaugurou no País não apenas as sociedades de investimento, como também as de crédito e de financiamento. O cenário dos investimentos coletivos permaneceu com predominância das sociedades até a década de 1960, com destaque para as sociedades anônimas e sociedades em conta de participação. Já havia, contudo, indicações da precariedade das estruturas societárias para organizar investimentos coletivos, principalmente do

¹⁶ Sociedade Geral dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional.

¹⁷ A Inglaterra é considerada como “a pátria dos Investment Trusts”, por ser o local onde esse instituto se consolidou inicialmente (CARVALHO, 2012, p. 37).

tipo aberto, em razão da obrigatoriedade do capital fixo e da duplicidade de tributação existente (CARVALHO, 2012, p. 58).

Essa situação se alterou na esfera normativa¹⁸ em 1959, com a publicação da Portaria n. 309 do Ministério da Fazenda (BRASIL, 2019e), que permitiu às companhias de crédito e financiamento a constituição de fundos em condomínio. Trata-se, portanto, da inauguração da atribuição da natureza condominial a um instrumento de investimento coletivo no Brasil. A estrutura foi aperfeiçoada pela Resolução CMN n. 145/1970, por meio da criação do fundo mútuo, quando já foi possível verificar a existência de natureza condominial semelhante às existentes atualmente nos fundos de investimento. A Resolução CMN n. 145/1970 marcou a separação entre os patrimônios de administrador e cotistas do fundo mútuo, atendendo às expectativas do Banco Central do Brasil (BCB) e dos investidores em geral quanto à mitigação dos riscos envolvidos nesse tipo de investimento (CARVALHO, 2012, p. 63).

De 1970, quando foi editada a Resolução n. 145, até os dias atuais, surgiram diversas normas que trataram sobre os fundos de investimento no País, estando algumas delas ainda em vigor¹⁹, tendo como característica marcante a citação quanto à natureza jurídica condominial desses fundos.

Apesar de se tratar de situação pacificada pela Comissão de Valores Mobiliários em praticamente todas as suas normas reguladoras²⁰, não existia lei federal que tratasse sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento em

¹⁸ Há referência expressa à “esfera normativa”, pois se trata de um caso em que a realidade antecedeu a norma: já havia fundos em condomínio em funcionamento no Brasil antes de 1959. Para não utilizar do tipo societário, a alternativa encontrada era constituir um condomínio por meio de Escritura Pública, que previa as suas normas de funcionamento. O mais importante deles foi o Fundo de Investimento Crescinco, instituído em 1957 em São Paulo, sob a forma de condomínio aberto. A criação desse fundo foi um marco histórico para os investimentos coletivos no Brasil, pois se trata do primeiro fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio (CARVALHO, 2012, p. 58).

¹⁹ Exemplos: A Resolução CVM n. 175/2022 (BRASIL, 2022e) trata sobre fundos de investimento em geral e os atribui natureza condominial; a Lei n. 4.728/1965 (BRASIL, 1965) trata sobre “fundos em condomínio” em geral; A Lei n. 8.668/93 atribui natureza de condomínio aos Fundos de Investimento Imobiliários e Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais; a Lei n. 11.478/2007 trata sobre Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação e a Lei n. 13.043/2014 cita a natureza condominial de Fundos de Investimentos em Ações.

²⁰ Exemplos de normas recentemente revogadas e que traziam essa previsão: Instruções CVM n. 149/1991 (BRASIL, 1991a); 302/1999 (BRASIL, 1999a); 303/1999 (BRASIL, 1999b); 356/2001 (BRASIL, 2001a); 409/2004 (BRASIL, 2004b) e 555/2014 (BRASIL, 2014). Exemplo de norma em vigor, que também mantém a mesma previsão: Resolução CVM n. 175/2022.

geral até a publicação da Lei n. 13.874/2019 – Lei da Liberdade Econômica (BRASIL, 2019b) –, como se verá nos próximos subcapítulos. Como visto acima, as leis federais tratavam de algumas espécies de fundos de investimento, não havendo um regramento legal aplicável a todos os fundos que os classificasse como condomínios. Essa situação levou a uma discussão sobre se a natureza dos fundos de investimento seria realmente condominial (CARVALHO, 2012, p. 181-199), o que foi superado, definitivamente, pela publicação da Lei da Liberdade Econômica.

Por outro lado, mesmo com a questão superada em nível normativo, dizer que os fundos de investimento se tratam exclusivamente de um patrimônio (objeto) sem caráter subjetivo desafia o texto das próprias normas reguladoras (SANTOS; NEVES, 2020). Já houve verificação de que os fundos se constituem, além de condomínios, também como sujeitos de direitos e deveres, destacando um caráter dúbio: ora se portam como objeto, ora como sujeito. Essa parte que se porta como sujeito, apesar de não lhes conferir caráter integralmente societário, aproxima sua natureza de outras instituições de direito empresarial, como das S.As, por também se tratar de sujeitos de direito controlados por um grupo majoritário (SANTOS; NEVES, 2020) com a finalidade exclusiva de remunerar os recursos investidos.

Santos e Neves (2020) chegaram à conclusão de que o patrimônio dos fundos não pode ser tratado como uma simples extensão do patrimônio pessoal dos seus cotistas; há uma distinção entre os dois, justamente, em razão de sua dimensão subjetiva. Afirmaram as autoras que não possuem natureza societária, uma vez que os cotistas não têm relação contratual entre si, mas tão somente com o fundo no momento de assinatura do contrato para subscrição das cotas emitidas. Concluíram que a relação entre fundo e investidores não é essencialmente marcada pela autonomia das vontades, mas, sim, pela sua forte regulação estatal, o que delimita o escopo de atuação das sociedades empresárias administradoras, não tendo os cotistas ingerência sobre as decisões que elas tomam. Não há acordo de vontades para exercício de atividade econômica, oferta de bens ou serviços ao mercado, estando ausente a *affectio societatis* tanto entre os próprios cotistas quanto entre estes e o fundo (SANTOS; NEVES, 2020).

Logo, resta justificada sua natureza condominial especial, conceito

incorporado pelo Código Civil (BRASIL, 2002), conforme se verá no próximo item. Não é correto, assim, afirmar que os fundos de investimento são simples condomínios, tampouco sociedades empresárias, por possuírem natureza jurídica distinta conferida por suas normas reguladoras, que serão objeto de enfrentamento a seguir.

2.1 Atual regramento dos fundos de investimento no Brasil

O art. 1.368-C da Lei n. 10.406 de 2002 – Código Civil (BRASIL, 2002) – dispõe que “o fundo de investimento é uma comunhão de recursos constituído sob a forma de condomínio especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”. Tal dispositivo foi incluído no Código Civil, em 2019, pela já mencionada Lei da Liberdade Econômica e positivou o entendimento de que todas as categorias de fundos de investimento possuem natureza condominial (MARTINS NETO, 2021, p. 57).

Nessa recente alteração legislativa, houve atribuição de tratamento diferenciado aos fundos ao conferir-lhes natureza especial, diferente das demais espécies de condomínios. Por meio da redação do § 1º do artigo supracitado, foram excluídos do regime jurídico dos fundos de investimento todos os artigos que tratam sobre os condomínios no Código Civil²¹, com exceção dos arts. 1.358-B ao 1.368-C²². Quanto a esses últimos, é questionável o fato de o legislador não ter optado por também os excluir da normatização dos fundos de investimento, uma vez que nenhum seria, de fato, aplicável aos fundos de investimento²³. A conclusão a que se chega é de que, na prática, os fundos não

²¹ “Art. 1.368-C. [...] § 1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código” (BRASIL, 2002).

²² Tratam sobre o Condomínio em Multipropriedade (art. 1.358-B a 1.358-N do CC/2002), Unidades autônomas de Condomínios Edifícios (art. 1.358-O a 1.358-U do CC/2002), Propriedade Resolúvel (art. 1.359 e 1.360 do CC/2002), Propriedade Fiduciária (art. 1.361 a 1.368-B do CC/2002).

²³ Fazendo uma inferência sobre os motivos que podem explicar a inaplicabilidade de tais dispositivos aos fundos de investimento, a razão seria por todos esses artigos tratarem de institutos aplicáveis somente aos bens móveis e imóveis, regidos pelos artigos 79 a 103 do Código Civil. O Condomínio em Multipropriedade é inaplicável pois se refere a um regime de condomínio para proprietários de um mesmo bem imóvel, não sendo possível, portanto, equiparar os fundos de investimento a um bem imóvel, por falta de subsunção daquela categoria às normas previstas pelos arts. 79 a 81 do CC/2002; Da mesma forma são inaplicáveis as disposições sobre Unidades Autônomas de Condomínios Edifícios pois também tratam sobre proprietários de bens imóveis; Por fim, inaplicáveis as disposições sobre Propriedade Resolúvel e Propriedade Fiduciária, por se tratarem de institutos aplicáveis no

estão à mercê de nenhum dispositivo legal que trate sobre condomínios no Código Civil, à exceção, obviamente, dos recentemente incluídos pela Lei de Liberdade Econômica, que tratam especificamente dos fundos de investimento, o que explicita sua especialidade diante de outras espécies de condomínio.

A principal mudança introduzida por essa Lei se encontra na redação do inciso I do art. 1.368-D²⁴, ao apontar que os seus Regulamentos podem limitar a responsabilidade dos investidores aos valores de suas cotas. Trata-se de mudança que objetivou trazer mais segurança jurídica aos investidores de fundos (MARTINS NETO, 2021), que antes se viam sob o risco de responder de maneira ilimitada por eventual patrimônio negativo do fundo.

O legislador, desde a alteração da Lei n. 6.385/1976 pela Lei n. 10.303/2001, que incluiu as cotas de fundo de investimento no rol de valores mobiliários²⁵, havia conferido à CVM a competência para regular os fundos de investimento, o que foi também consolidado pelo § 2º do art. 1.638-C do Código Civil²⁶. Nesse intervalo, ela editou normas que determinam, por exemplo, o que são os fundos de investimento, qual sua estrutura administrativa e quais os procedimentos a seguir para obtenção de registro perante a CVM.

Destaque-se, mais especificamente, os termos da Parte Geral²⁷ da Resolução CVM n. 175/2022, que, ao longo de seus 141 artigos, discorre sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação das informações de todas as categorias de fundo de investimento, segundo o que determina sua

campo dos direitos reais, referindo-se, portanto, a bens móveis e imóveis específicos e não a uma comunhão de recursos.

²⁴ “Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: I – a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas” (BRASIL, 2002): [...].

²⁵ “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; [...] § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: [...]” (BRASIL, 1976a).

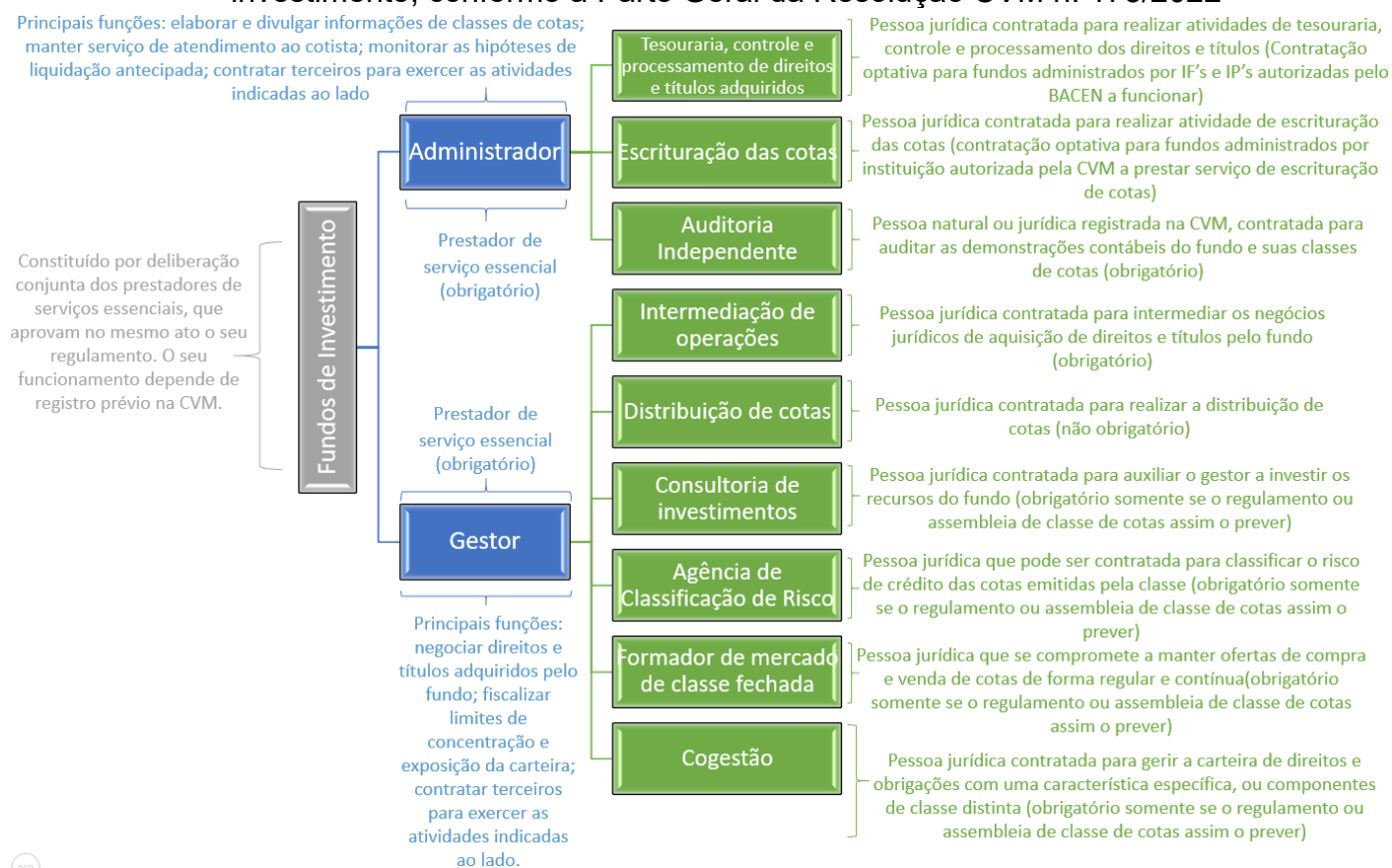
²⁶ “§ 2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no *caput* deste artigo” (BRASIL, 2002).

²⁷ A Resolução CVM n. 175/2022 foi dividida pelo regulador em: (i) Parte Geral, que trata sobre as normas gerais aplicáveis a todos os tipos de fundos de investimento; (ii) Anexo Normativo I, em que são tratadas as normas específicas de Fundos de Investimento Financeiro; (iii) Anexo Normativo II, em que são tratadas as normas específicas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e (iv) Suplementos, em que o regulador fixa documentos padrões a serem utilizados pelos fundos em situações diversas.

ementa e o *caput*²⁸ de seu art. 2º²⁹. A Parte Geral dessa resolução corresponde ao que era tratado pela recém-revogada Instrução CVM n. 555/2014, norma que discorria sobre os mesmos assuntos citados.

Com o objetivo de visualizar a estrutura atual dos Fundos de Investimento no País conforme a resolução supracitada, foram produzidas duas figuras: a primeira contendo a indicação das instituições obrigatórias e optativas em sua estrutura, e a segunda contendo a divisão patrimonial interna dos fundos. A seguir, as figuras são devidamente explicadas, de modo a se aprofundar em cada assunto destacado.

Figura 1 – Instituições obrigatórias e facultativas na estrutura de um fundo de investimento, conforme a Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022



²⁸ Resolução CVM n. 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 (BRASIL, 2022e).

²⁹ “Art. 2º As regras estabelecidas nesta parte geral da Resolução são aplicáveis a todas as categorias de fundos disciplinadas nesta Resolução, sem prejuízo das regras específicas dispostas nos Anexos Normativos, conforme o parágrafo único. As regras dispostas nesta parte geral da Resolução são complementadas pelas regras específicas aplicáveis a cada categoria de fundo, conforme dispostas nos Anexos Normativos e demais regulamentações aplicáveis, prevalecendo, em caso de conflito, a regra específica sobre a regra geral” (BRASIL, 2022e).

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na Figura 1, quanto às origens do fundo de investimento, existe o dever de ser constituído por deliberação, que o regulador chama “prestadores de serviços essenciais”³⁰, incumbidos de aprovar seu regulamento³¹ e registrá-lo na CVM³².

O regulamento rege a constituição e o funcionamento do fundo e deve conter, no mínimo: a identificação e a qualificação dos prestadores de serviços; a responsabilidade desses prestadores perante o fundo; a previsão se haverá multiplicidade de cotas, bem como as despesas que serão comuns entre elas; a forma de rateio das despesas comuns; a forma de rateio das contingências que recaiam sobre o fundo e não sobre o patrimônio de alguma classe em específico; o prazo de duração do fundo; as taxas de administração e gestão; o exercício social (incisos I a VIII do §1º do art. 48 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022³³).

Os prestadores de serviços essenciais serão o administrador e o gestor, conforme inciso XXX do art. 3º da Resolução CVM n. 175/2022³⁴. Diferentemente

³⁰ O conceito será explicado nos parágrafos seguintes.

³¹ “Art. 7º O fundo de investimento deve ser constituído por deliberação conjunta dos prestadores de serviços essenciais, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o seu regulamento” (BRASIL, 2022e).

³² “Art. 8º O funcionamento do fundo depende do seu prévio registro na CVM. § 1º O registro de funcionamento é automaticamente concedido em decorrência do envio de documentos e informações pelo administrador por meio de sistema eletrônico, conforme especificado no art. 10 e nas regras específicas de cada categoria de fundo. § 2º Caso o fundo tenha mais de uma classe de cotas, cada classe deve obter seu próprio registro de funcionamento, o qual pode ser requerido à CVM concomitantemente ou após a obtenção do registro do fundo” (BRASIL, 2022e).

³³ “Art. 48. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e, se for o caso, suas classes de cotas são complementarmente regidas por anexos ao regulamento. § 1º A parte geral do regulamento, comum a todas as classes de cotas, deve dispor sobre: I – identificação e qualificação dos prestadores de serviços, com informação sobre os seus registros na CVM; II – responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços, perante o fundo e entre si; III – definição sobre se o fundo conta com classe única de cotas ou diferentes classes de cotas e, caso conte com classes diferentes, definição das despesas que são comuns às classes; IV – forma de rateio das despesas em comum entre as classes, se for o caso, que deve ser passível de verificação e não implicar em transferência indevida de riqueza entre as classes; V – forma de rateio das contingências que recaiam sobre o fundo, não sobre o patrimônio de alguma(s) classe(s) em específico, que deve ser passível de verificação e não implicar em transferência indevida de riqueza entre as classes; VI – prazo de duração, que pode ser indeterminado; VII – taxas de administração e de gestão, que devem ser expressas em: a) um percentual anual fixo do patrimônio líquido (base 252 dias); ou b) um valor nominal em moeda corrente nacional, que pode variar em função de faixas de valores do patrimônio líquido; e VIII – exercício social” (BRASIL, 2022e).

³⁴ “Art. 3º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: [...] XXX – prestadores de serviços essenciais: administrador e gestor do fundo” (BRASIL, 2022e).

da ICVM n. 555/2014 (BRASIL, 2014), que pouco contribuía para uma separação de atividades entre administrador e gestor, a Resolução CVM n. 175/2022 estabelece obrigações claras a cada um deles.

Na Parte Geral da Resolução, as atividades do administrador foram listadas em seu art. 104³⁵, com destaque para: a elaboração e divulgação de informação de classes de cotas; manutenção de serviço de atendimento aos cotistas e monitoramento das hipóteses de liquidação antecipada. Além disso, conforme redação do art. 83³⁶ da mesma norma, cabe ao administrador contratar terceiros em nome do fundo para exercer as seguintes atividades: (i) tesouraria, controle e processamento dos direitos e títulos adquiridos pelo fundo ou classe de cotas; (ii) escrituração das cotas e (iii) auditoria independente. As duas primeiras atividades são de contratação optativa pelo administrador, caso ele mesmo seja, no primeiro caso, instituição financeira ou de pagamento autorizada a funcionar pelo BCB e, no segundo caso, autorizada pela CVM a prestar serviço de escrituração de cotas. A última atividade é de contratação obrigatória e cabe a uma pessoa jurídica que seja autorizada pela CVM a auditar as demonstrações contábeis de fundos.

Já as atividades do gestor foram descritas no art. 105³⁷, destacando-se

³⁵ “Art. 104. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Resolução e em regulamentação específica: I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: a) o registro de cotistas; b) o livro de atas das assembleias gerais; c) o livro ou lista de presença de cotistas; d) os pareceres do auditor independente; e e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; II – solicitar, se for o caso, a admissão à negociação das cotas de classe fechada em mercado organizado; III – pagar a multa cominatória às suas expensas, nos termos da legislação vigente, por cada dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos na regulamentação aplicável; IV – elaborar e divulgar as informações periódicas e eventuais da classe de cotas; V – manter atualizada junto à CVM a lista de todos os prestadores de serviços contratados pelo fundo, inclusive os prestadores de serviços essenciais, bem como as demais informações cadastrais do fundo e suas classes de cotas; VI – manter serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações, conforme definido no regulamento; VII – nas classes abertas, receber e processar os pedidos de resgate; VIII – monitorar as hipóteses de liquidação antecipada, se houver; IX – observar as disposições constantes do regulamento; e X – cumprir as deliberações da assembleia de cotistas” (BRASIL, 2022e).

³⁶ “Art. 83. Incluem-se entre as obrigações do administrador contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços: I – tesouraria, controle e processamento dos ativos; II – escrituração das cotas; e III – auditoria independente, nos termos do art. 69” (BRASIL, 2022e).

³⁷ “Art. 105. Incluem-se entre as obrigações do gestor, além das demais previstas nesta Resolução e em regulamentação específica: I – informar o administrador, de imediato, caso ocorra qualquer alteração em prestador de serviço por ele contratado; II – providenciar a elaboração do material de divulgação da classe para utilização pelos distribuidores, às suas expensas; III – diligenciar para manter atualizada e em perfeita ordem, às suas expensas, a documentação relativa às operações da classe de cotas; IV – manter a carteira de ativos

as seguintes: negociar direitos e títulos adquiridos pelo fundo e fiscalizar limites de concentração e exposição da carteira. Além disso, o art. 85³⁸ direcionou ao gestor a contratação de terceiros em nome do fundo para exercer as seguintes atividades: (i) intermediação de negócios realizados para circulação dos direitos e títulos adquiridos pelo fundo ou classe de cotas; (ii) distribuição das cotas; (iii) consultoria de investimentos; (iv) classificação de risco; (v) formador de mercado de classe fechada e (vi) cogestão da carteira de direitos e títulos adquiridos pelo fundo ou classe. Dessas atividades, a “i” é de contratação obrigatória, a “ii”, é optativa e as demais são obrigatórias somente se o regulamento ou assembleia de classe de cotas assim o previrem.

2.2 Classificação dos fundos de investimento conforme a Resolução CVM n. 175/2022

Os fundos de investimento são classificados pela Resolução CVM n. 175/2022³⁹ em distintas categorias⁴⁰, conforme a política de investimento do

enquadrada aos limites de composição e concentração e, se for o caso, de exposição ao risco de capital; V – observar as disposições constantes do regulamento; e VI – cumprir as deliberações da assembleia de cotistas” (BRASIL, 2022e).

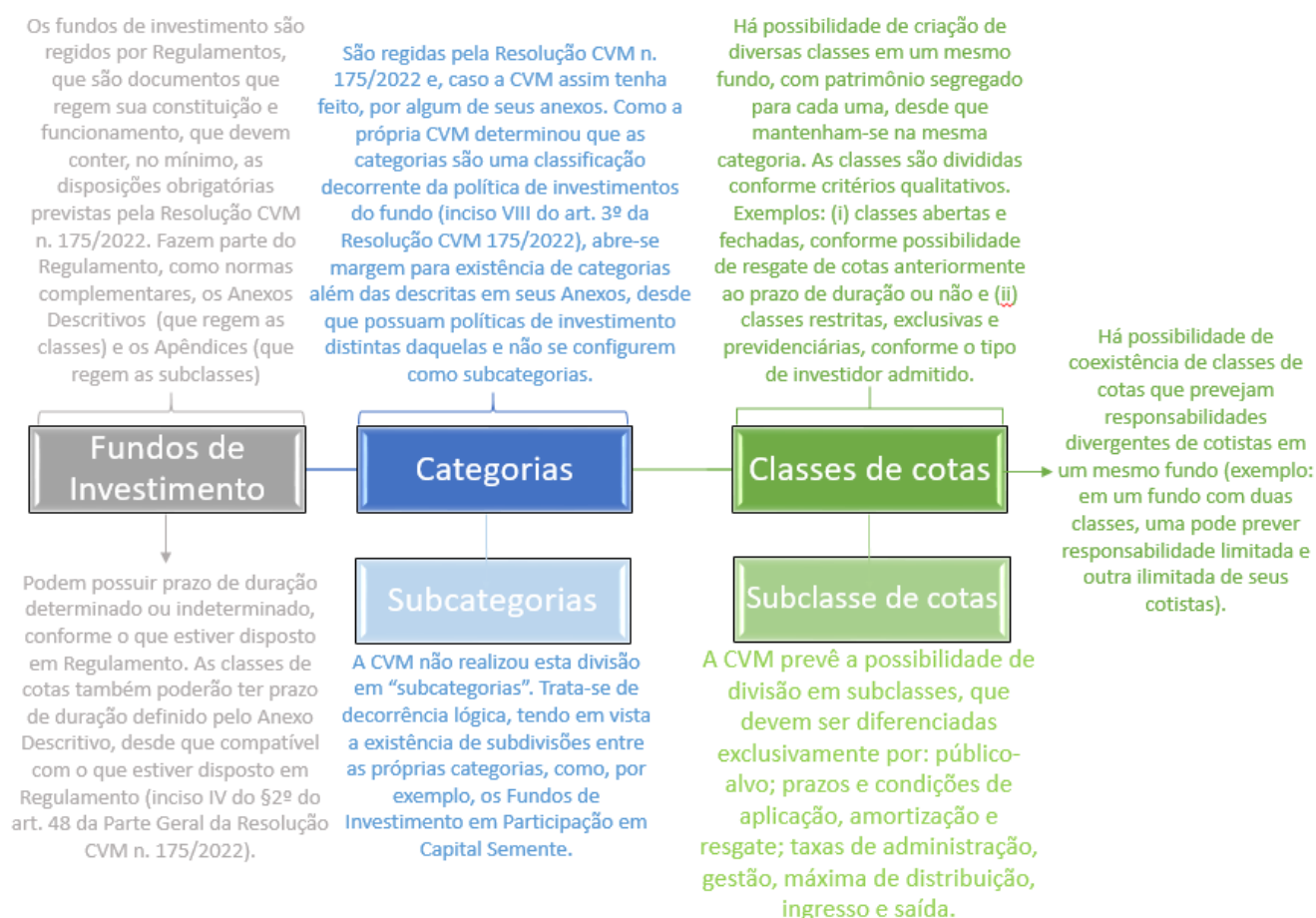
³⁸ “Art. 85. Inclui-se entre as obrigações do gestor contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços: I – intermediação de operações para a carteira de ativos; II – distribuição de cotas; III – consultoria de investimentos; IV – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; V – formador de mercado de classe fechada; e VI – cogestão da carteira de ativos” (BRASIL, 2022e).

³⁹ A classificação de fundos de investimento feita pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) não será utilizada, pois foi realizada na vigência das normas revogadas pela Resolução CVM n. 175/2022 e abrange tão somente os Fundos de Investimento Financeiros (FIFs). Para verificar a classificação feita pela ANBIMA, cf. BRUM *et al.*, 2015.

⁴⁰ Inicialmente, a Resolução CVM nº 175/2022 somente trouxe dois anexos de categorias de fundos: FIF e FIDC. Contudo, no Edital de Audiência Pública SDM n. 08/2020, a CVM já havia informado que as categorias de fundos não abrangidas na minuta da Resolução seriam inseridas ao longo do tempo por ocasião da implementação das etapas de consolidação estabelecidas pelo Decreto n. 10.139/2019. Isso ocorreu com a publicação da Resolução nº 184/2023, por meio da inclusão dos anexos previstos para: Fundos de Investimento Imobiliário (FII – Anexo Normativo III); Fundos de Investimento em Participações (FIP – Anexo Normativo IV); Fundos de Índice (ETF – Anexo Normativo V); Fundos Mútuos de Privatização (FGTS e FMP-FGTS – Anexo Normativo VII); Fundos de Investimento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE – Anexo Normativo VIII); Fundos Mútuos de Ações Incentivadas (FMAI – Anexo Normativo IV); Fundos de Investimento Cultural e Artístico (FICART – Anexo Normativo X). Importante frisar, por fim, que a própria Resolução CVM nº 184/2023 apontou que os Fundos Previdenciários (Anexo Normativo XI) e FIDC-PIPS (Anexo Normativo XII) não são categorias de fundos (BRASIL, 2023). Isso porque o art. 3º, inciso VIII da Parte Geral da Resolução CVM nº 175/2022 aponta que a “categoria” é uma classificação decorrente da política de investimentos do fundo. No caso dos Fundos Previdenciários, caberá à entidade aberta de previdência complementar ou à sociedade seguradora que

fundo, podendo cada uma delas receber ainda uma subclassificação em decorrência de diferentes aspectos. No que se refere à responsabilidade dos cotistas pelas dívidas do fundo, pode ser limitada ao valor da cota ou ilimitada. Quanto ao prazo de duração do fundo, pode ser determinado ou indeterminado. Em referência ao tipo de investidor, pode haver a divisão em restrita, exclusiva ou previdenciária.

Figura 2 – Divisão interna patrimonial dos fundos de investimento, conforme a Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022.



Fonte: elaborada pelo autor.

Quanto à Figura 2, destaque-se, primeiramente, a possibilidade de o Regulamento prever a limitação da responsabilidade do cotista ao valor por ele subscrito, segundo texto do seu art. 18⁴¹, seguindo o que foi disposto no art.

constituir o fundo definir sua categoria (§2º do art. 1º do Anexo Normativo XI). No caso dos FIDC-PIPS, são uma subcategoria pertencente à categoria dos FIDCs, possuindo somente limitações quanto aos direitos creditórios que poderão constituir o seu patrimônio líquido.

⁴¹ “Art. 18. O regulamento pode prever que a responsabilidade do cotista é limitada ao valor por

1.368-D do CC/2002. Ocorre que o texto do inciso II do § 2º do art. 48 da Resolução CVM n. 175/2022⁴² também trouxe tal previsão em relação ao Anexo Descritivo (norma interna relativa a cada classe) de classes de cotas. Diante disso, pergunta-se: Se o Regulamento, que é norma que rege todo o fundo, prevê que as cotas terão responsabilidade limitada, pode o Anexo Descritivo (parte integrante do Regulamento, mas a ele subordinado) de uma das classes prever responsabilidade ilimitada? Mesmo que ainda haja certa incongruência na existência concomitante dos dois artigos, o tema foi pacificado pela CVM no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n. 08/2020 (BRASIL, 2022c, p. 19), ao responder questionamento feito pelos participantes da referida audiência e afirmar haver possibilidade de classes de cotas de responsabilidade limitada e ilimitada coexistirem em um mesmo fundo, sendo tal tema regulado em última instância, portanto, pelo Anexo Descritivo (BRASIL, 2022c, p. 19).

Todo cotista, ao ingressar em um fundo de investimento, deve assinar um “termo de adesão e ciência de risco” em que declara ciente de riscos que podem correr a partir do momento em que se torna detentor de cotas do fundo (as informações obrigatórias que devem constar desse termo estão elencadas nos incisos I e II do art. 29 da Resolução CVM n. 175/2022⁴³), inclusive o de perda integral do patrimônio investido nos casos em que a responsabilidade do cotista não esteja limitada ao valor por ele subscrito. Isso denota o caráter de investimento de risco dos fundos de investimento, não havendo em regra, 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” (BRASIL, 2022e).

⁴² Os anexos descritivos de classes, cada qual relativo a uma classe em específico, devem dispor sobre: [...] II – a responsabilidade dos cotistas, determinando se está limitada ao valor por eles subscrito ou se é ilimitada (BRASIL, 2022e).

⁴³ “Art. 29. Por meio de um termo de adesão e ciência de risco, ao ingressar no fundo todo cotista deve atestar que: I – teve acesso ao inteiro teor do regulamento e, se for o caso, ao anexo da classe investida e ao apêndice da subclasse investida; e II – tem ciência: a) dos fatores de risco relativos à classe e, se for o caso, subclasse de cotas; b) de que não há qualquer garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pela classe de cotas; c) de que a concessão do registro de funcionamento não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seus prestadores de serviços; d) se for o caso, de que a integralização de cotas ocorrerá por meio de chamadas de capital, nos termos do parágrafo único do art. 30, parágrafo único; e e) quando aplicável, de que as estratégias de investimento podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e, caso a responsabilidade do cotista não esteja limitada ao valor por ele subscrito, a consequente possibilidade de o cotista ter que aportar recursos adicionais para cobrir o patrimônio líquido negativo” (BRASIL, 2022e).

exemplo, cobertura de um fundo garantidor em caso de liquidação do fundo de investimento⁴⁴.

Quanto ao prazo de duração, segundo redação do inciso VI do §1º do art. 48⁴⁵, o regulamento do fundo pode prever que seja determinado ou indeterminado, ficando tal escolha a critério dos prestadores de serviços essenciais que registrarem o fundo. O Anexo Descritivo das classes também prevê seus respectivos prazos de duração, devendo ser compatíveis com o prazo do próprio fundo disposto em Regulamento (inciso IV do §2º do art. 48 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022⁴⁶).

Logo a seguir, na Figura 2 destaca-se o art. 5º⁴⁷ da Resolução, que admite a existência de diferentes classes de cotas, cada uma delas regulada por um Anexo Descritivo com direitos e obrigações distintos, devendo ser constituído um patrimônio segregado para cada uma. O art. 14⁴⁸ aponta que as classes correspondem a frações da integralidade do patrimônio do fundo, sendo obrigatoriamente escriturais e nominativas, conferindo aos cotistas de mesma classe iguais direitos e obrigações. O valor de cada cota resultará da divisão do valor do patrimônio líquido da classe pelo número de cotas que possui ao total, sendo que, caso existam subclasses, o valor delas resultará da divisão do patrimônio líquido da subclasse pelo seu número total de cotas (§§1º e 2º do art. 14⁴⁹).

⁴⁴ Algumas modalidades de investimento, como os Certificados de Depósitos Bancários (CDBs) e Recibos de Depósitos Bancários (RDBs), são garantidos pelo Fundo Garantidor de Crédito, um fundo criado pela Resolução CMN n. 2.197/1995 que confere mecanismos de proteção a titulares de determinados créditos contra instituições financeiras. O limite atual de cobertura desse fundo é de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) por CPF ou CNPJ.

⁴⁵ “Art. 48. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e, se for o caso, suas classes de cotas são complementarmente regidas por anexos ao regulamento. § 1º A parte geral do regulamento, comum a todas as classes de cotas, deve dispor sobre: [...] VI – prazo de duração, que pode ser indeterminado” (BRASIL, 2022e);

⁴⁶ “Art. 48. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e, se for o caso, suas classes de cotas são complementarmente regidas por anexos ao regulamento. [...] § 2º Os anexos descritivos de classes, cada qual relativo a uma classe em específico, devem dispor sobre: [...] IV o prazo de duração, que pode ser indeterminado e deve ser compatível com o prazo de duração do fundo” (BRASIL, 2022e).

⁴⁷ “Art. 5º O regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe de cotas” (BRASIL, 2022e).

⁴⁸ “Art. 14. As cotas são escriturais, nominativas e correspondem a frações do patrimônio da classe de cotas, conferindo direitos e obrigações aos cotistas, conforme previstos no regulamento” (BRASIL, 2022e).

⁴⁹ § 1º O valor da cota resulta da divisão do valor do patrimônio líquido da respectiva classe pelo número de cotas da mesma classe. § 2º Caso a classe tenha subclasses, o valor da cota de cada subclasse resulta da divisão do valor do patrimônio líquido atribuído à respectiva

Há uma limitação somente quanto à categoria do fundo⁵⁰, que deve se manter a mesma para todas as classes conforme redação do § 1º⁵¹ do mesmo artigo. Tal previsão possibilita que cada classe de cotas responda por obrigações próprias e que constitua, por exemplo, um CNPJ⁵² diverso das demais.

As classes são divididas conforme critérios qualitativos, podendo, por exemplo, ser divididas em abertas (em que os cotistas podem pedir o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento) e em fechadas⁵³ (em que as cotas são resgatadas ao final do prazo de duração do fundo), conforme textos dos incisos I e II do § 7º do art. 5º da referida Resolução⁵⁴. Nas classes de cotas abertas, a distribuição de cotas independe de prévio registro na CVM (art. 22 da Resolução CVM n. 175/2022⁵⁵), ao contrário das fechadas, em que esse registro prévio para distribuição de cotas possui caráter obrigatório, por seguir as mesmas normas aplicáveis às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (art. 24 da Resolução CVM n. 175/2022⁵⁶). A classificação da cota entre aberta ou fechada é obrigatória, não podendo os prestadores de serviços essenciais optarem por não utilizar uma delas para cada classe. Por esse motivo, são chamadas, aqui, “classes de cotas primárias”, para fins exclusivos de melhor organização das classes existentes. Elas não poderão coexistir (uma classe ser aberta e fechada ao mesmo tempo), mas podem ser

subclasse pelo número de cotas da mesma subclasse” (BRASIL, 2022e).

⁵⁰ A Resolução usa como critério para diferenciar a categoria de fundo o tipo de direitos que o fundo adquire, conforme previsto em seu Regulamento. Exemplos de categorias: Fundo de Investimento Financeiro e Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Para consultar a definição de categoria dada pela Resolução CVM n. 175/2022, cf. o inciso VIII do seu art. 3º (BRASIL, 2022e).

⁵¹ “§ 1º Todas as classes devem pertencer à mesma categoria do 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” (BRASIL, 2022e).

⁵² A própria CVM se manifestou no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n. 08/2020 que a existência de um CNPJ não confere personalidade jurídica às classes de cotas, existindo tão somente para fins patrimoniais e fiscais, denotando o caráter de independência de cada classe (BRASIL, 2022c, p. 12).

⁵³ Houve alteração substancial em relação ao tratamento dado pela ICVM n. 555/2014, uma vez que ela atribuía a alcunha de “aberto” ou “fechado” ao fundo de investimento em si e não às suas classes de cotas. Com a previsão expressa de possibilidade de segregação de patrimônio entre classes de cotas e a coexistência de classes distintas, a divisão entre abertos e fechados saiu do nível de “categoria” de fundo e passou ao nível de classe de cota.

⁵⁴ “§ 7º Denominam-se: I – aberta: a classe cujo regulamento admite que as cotas sejam resgatadas; e II – fechada: a classe cujo regulamento não admite o resgate de cotas” (BRASIL, 2022e).

⁵⁵ “Art. 22. A distribuição de cotas de classe aberta independe de prévio registro na CVM” (BRASIL, 2022e).

⁵⁶ “Art. 24. A distribuição de cotas de classe fechada deve observar a regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários” (BRASIL, 2022e).

combinadas com as classes que chamamos de “secundárias”, que são as restritas, previdenciárias e executivas.

Essas três classes, por sua vez, não são obrigatórias, ou seja, os prestadores de serviços essenciais podem optar por utilizá-las ou não. Elas possuem regramento próprio delimitado pela Resolução e são divididas conforme o perfil dos cotistas admitidos. Por esse motivo, são aqui denominadas “classes de cotas secundárias”.

As cotas restritas são aquelas destinadas à subscrição somente por investidores qualificados⁵⁷ e profissionais⁵⁸, conforme redação do art. 111 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022. Não há impedimento, por exemplo, para que a classe ou subclasse de cotas seja restrita somente a qualificados ou somente a profissionais, ou admita que ambos coexistam.

O art. 112⁵⁹ permite que cotistas que não se enquadrarem nos critérios de investidores qualificados e profissionais não só permaneçam, como também subscrevam novas cotas, caso tenham ingressado na classe ou subclasse em concordância com critérios que anteriormente não previam essas limitações. Além disso, conforme redação dos §§ 1º e 2º do mesmo artigo⁶⁰, podem

⁵⁷ Os investidores qualificados são assim descritos no art. 12 da Resolução n. 30/2021 da CVM: “Art. 12. São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados” (BRASIL, 2021b).

⁵⁸ O art. 11 da Resolução n. 30/2021 da CVM qualifica quem poderá carregar a alcunha de investidor profissional no Brasil: “Art. 11. São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes e IX – fundos patrimoniais” (BRASIL, 2021b).

⁵⁹ “Art. 112. É permitida a permanência e a realização de novas aplicações em classes e subclasses de cotas restritas, de cotistas que não se enquadrem nos requisitos de qualificação previstos em regra específica, desde que tais cotistas tenham ingressado em concordância com os critérios de admissão anteriormente vigentes” (BRASIL, 2022e).

⁶⁰ “[...] § 1º Podem ser cotistas de uma classe ou subclasse restrita os empregados ou sócios

subscrevê-las: (i) administradores, empregados, colaboradores e sócios dos prestadores de serviços essenciais e partes relacionadas, desde que autorizados pelo diretor responsável do prestador de serviço essencial; (ii) pessoas relacionadas a investidores profissionais por vínculo familiar ou vínculo societário familiar, desde que, no mínimo, 90% das cotas da classe ou subclasse restrita sejam detidas por tais investidores. Logo, há certa margem para que investidores não qualificados ou profissionais subscrevam cotas de classes ou subclasses restritas.

Em tais classes ou subclasses, o regulador deixou margem considerável de liberdade para o regulamento do fundo prever certas situações que nas demais classes não são possíveis. Destacam-se as seguintes: (i) possibilidade do gestor de contrair empréstimos em nome da classe ou subclasse para cobrir o inadimplemento de cotistas que deixarem de integralizar as cotas que subscreveram (inciso V do art. 113 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022); (ii) calcular e cobrar taxas previstas na regulamentação segundo qualquer critério, sem limitação (inciso III do mesmo artigo citado); (iii) admitir que a classe preste fiança, aval ou qualquer outra forma de coobrigação (inciso IV do mesmo artigo citado) e (iv) permitir o direito a voto em assembleia de cotistas a pessoas que, em regra, são proibidas⁶¹ de fazê-lo.

Já as classes ou subclasses executivas, segundo o art. 115 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022⁶²), são aquelas que permitem subscrição de cotas a: (i) somente um investidor profissional; (ii) cotistas que possuam vínculo

dos prestadores de serviços essenciais e partes relacionadas, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável do prestador de serviço essencial. § 2º Podem ser cotistas de uma classe ou subclasse para investidores profissionais: I – administradores, empregados, colaboradores e sócios dos prestadores de serviços essenciais e partes relacionadas, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável do prestador de serviço essencial; e II – investidores relacionados a investidor profissional por vínculo familiar ou vínculo societário familiar, desde que no mínimo 90% (noventa por cento) das cotas da classe ou subclasse em que se pretenda ingressar sejam detidas por tais investidores” (BRASIL, 2022e).

⁶¹ “Art. 78. Não podem votar nas assembleias de cotistas: I – o prestador de serviço, essencial ou não; II – os sócios, diretores e empregados do prestador de serviço; III – partes relacionadas ao prestador de serviço, seus sócios, diretores e empregados; IV – o cotista que tenha interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse no que se refere à matéria em votação; e V – o cotista, na hipótese de deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade” (BRASIL, 2022e).

⁶² “Art. 115. Considera-se “Exclusiva” a classe ou subclasse de cotas constituída para receber aplicações exclusivamente de um único investidor profissional, de cotistas que possuam vínculo societário familiar ou de cotistas vinculados por interesse único e indissociável” (BRASIL, 2022e).

societário familiar ou (iii) cotistas vinculados por interesse único e indissociável. São, portanto, hipóteses mais limitadas em relação às classes ou subclasses restritas.

Por fim, as classes ou subclasses previdenciárias, segundo o art. 116 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022⁶³, são aquelas que permitem subscrição somente de entidades relativas à previdência privada, chamadas em nosso País de “fundos de pensão”. São, por conseguinte, entidades coletivas, não se admitindo a subscrição por pessoas naturais.

Importante frisar que essas classes de cotas são citadas pela Resolução, mas sem menção de que se trata de rol exaustivo, o que deixa o leque de classificação em classes aberto para novas inclusões. Essa afirmação é justificada, por exemplo, por meio da leitura do art. 49 da Resolução, que prevê a possibilidade de denominação de classes de cotas relacionadas a fatores ambientais conforme um rol exemplificativo, deixando possibilidades para novas denominações dependendo do que previr o anexo descritivo da respectiva classe⁶⁴.

As classes de cotas podem, por fim, ser subdivididas em subclasses, cada uma delas regulada por um Apêndice (norma interna relativa a cada subclasse), conforme redação dos §§ 3º a 6º do art. 5º⁶⁵ da Resolução CVM n. 175/2022. As subclasses não podem ter patrimônio segregado na mesma classe, podendo ser diferenciadas tão somente em razão do seu público-alvo, prazos e condições de aplicação, amortização e resgate, bem como taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e de saída. A escolha por uma subclasse a ser

⁶³ “Art. 116. Considera-se ‘Previdenciária’ a classe ou subclasse constituída para a aplicação de recursos de: I – entidades abertas ou fechadas de previdência privada; II – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios; III – planos de previdência complementar aberta e seguros de pessoas, de acordo com a regulamentação editada pelo Conselho Nacional de Seguros Privados; e IV – FAPI – Fundo de Aposentadoria Programada Individual” (BRASIL, 2022e).

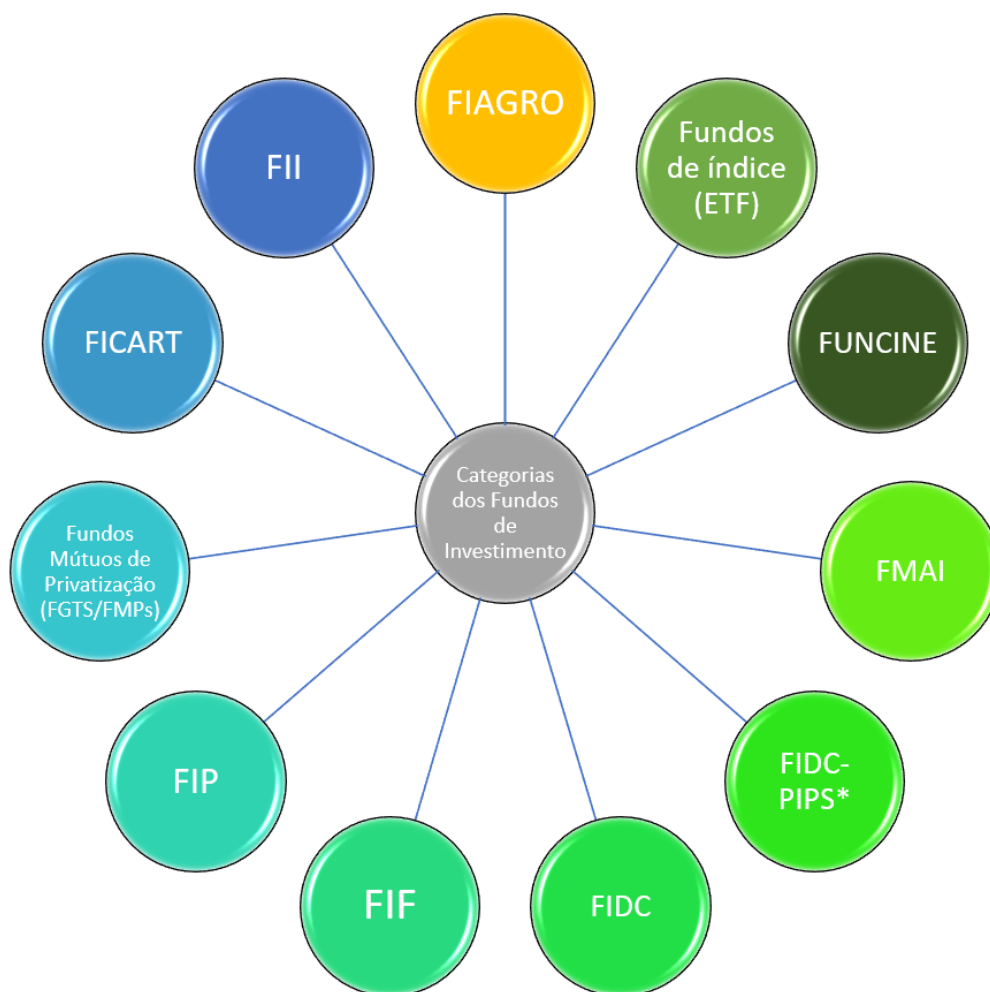
⁶⁴ “Art. 49. O regulamento do fundo e o anexo descritivo da classe de cotas cuja denominação contenha referência a fatores ambientais, sociais e de governança, tais como ‘ESG’, ‘ASG’, ‘ambiental’, ‘verde’, ‘social’, ‘sustentável’ ou quaisquer outros termos correlatos às finanças sustentáveis, deve estabelecer [...]” (BRASIL, 2022e).

⁶⁵ “§ 3º O fundo que não contar com diferentes classes de cotas deve efetuar emissões de cotas em classe única, preservada a possibilidade de serem constituídas subclasses. § 4º É vedada a afetação ou a vinculação, a qualquer título, de parcela do patrimônio de uma classe de cotas a qualquer subclasse. § 5º As subclasses de cotas podem ser diferenciadas exclusivamente por: I – público-alvo; II – prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e III – taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída. § 6º As subclasses de classes restritas podem ser diferenciadas no regulamento por outros direitos econômicos e direitos políticos” (BRASIL, 2022e).

feita por um investidor, portanto, depende das condições previstas no Apêndice de cada uma delas em relação às suas expectativas de prazo e valor relacionadas ao negócio.

Observa-se, assim, que os cotistas de fundos de investimentos, independentemente da classe ou subclasse de cotas escolhida para alocar seus recursos, são titulares de frações ideais desse condomínio de natureza especial, podendo sua responsabilidade ser limitada ou não ao valor das cotas subscritas, dependendo do que estiver previsto em seu Regulamento. As cotas subscritas serão, obrigatoriamente, escriturais e nominativas, ou seja, objetos adquiridos em virtude de contrato celebrado com o fundo, no momento de subscrição. Diferentemente das ações de S.As abertas, por exemplo, os cotistas de classes de cotas abertas não podem negociá-las em mercado organizado de valores mobiliários, uma vez que o critério para que uma classe possua tal alcunha é tão somente a possibilidade de resgate das cotas anteriores a seu prazo de vigência.

critérios da CVM



Fonte: elaborado pelo autor.

Na Figura 3, destaca-se a divisão dos fundos em categorias, conforme critério explicado nos parágrafos anteriores. Destacam-se dois casos peculiares nesta classificação: (i) o FIAGRO (Fundo de Investimento em Cadeias Produtivas Agroindustriais) é a única categoria que ainda não possui um Anexo. A CVM propositalmente passou do Anexo V para o VII, deixando uma lacuna quanto ao Anexo VI, que será futuramente destinado aos FIAGRO (BRASIL, 2023); (ii) Quanto aos FIDC-PIPS, inseriu-se um asterisco (*) na imagem, devido ao fato de a CVM ter entrado em contradição, uma vez que no Relatório da Audiência Pública SDM 08/20 houve afirmação categórica que os FIDC-PIPS não eram uma categoria⁶⁶, ao passo que no documento que justificou a

⁶⁶ Ver nota de rodapé nº 2 da versão do relatório que foi republicada em 03/01/2023.

publicação da Resolução CVM nº 184/2023 (Ofício Interno nº 6/2023/CVM/SDM/GDN-2) ela expressamente incluiu os FIDC-PIPS como uma das oito categorias inseridas pela nova resolução. Logo, há dúvidas sobre qual o real tratamento que a CVM conferiu aos FIDC-PIPS⁶⁷. Contudo, como a própria CVM manifestou na Ofício Interno supracitado, não há atualmente nenhum FIDC-PIPS registrado no país, o que não torna a discussão tão relevante no momento.

Existem ainda categorias de fundos que preveem subdivisões internas distintas⁶⁸ (como os FIF, que são divididos nos tipos “ações”, “cambial”, “multimercado” e “renda fixa”, sendo que cada um dos tipos ainda é subdividido por diferentes classificações), que, entretanto, não serão objeto de classificação nesta dissertação por fugir do escopo do problema de pesquisa.

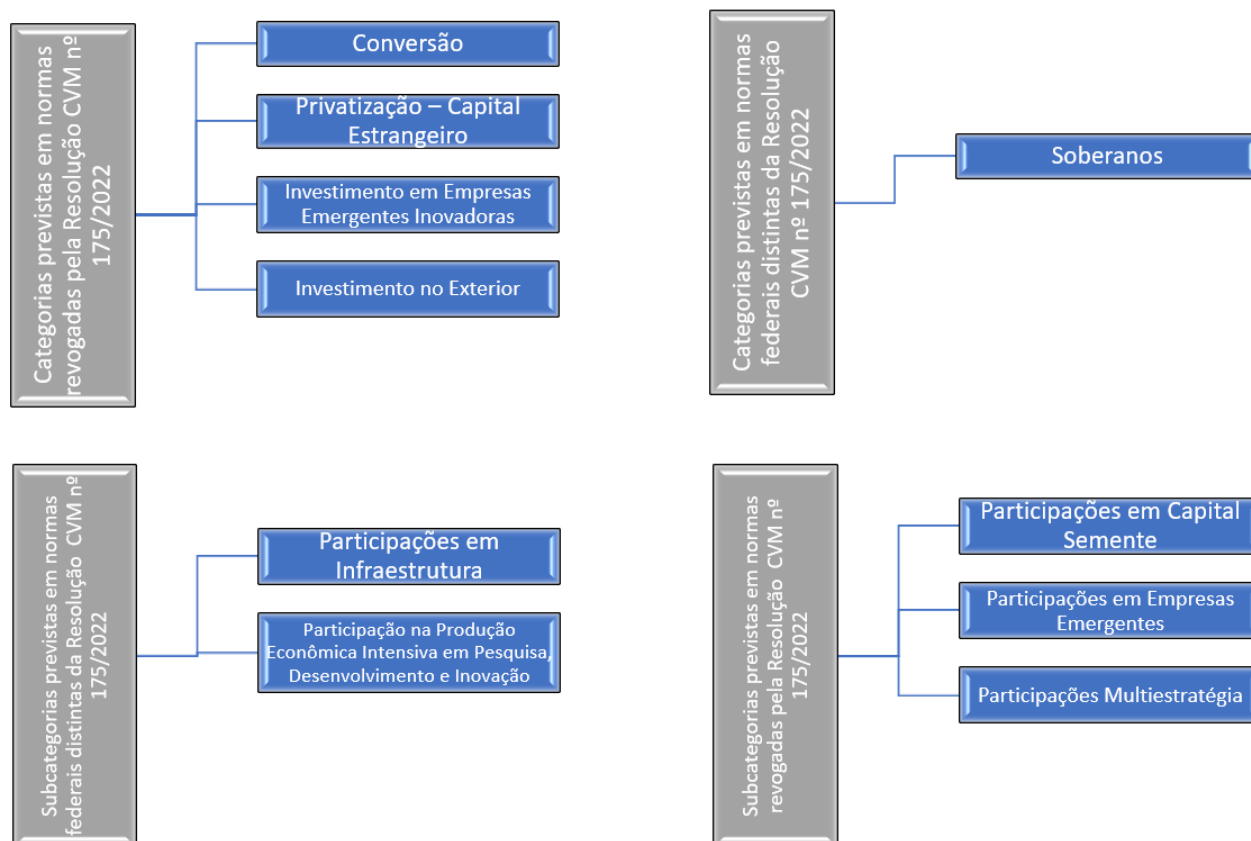
Quanto aos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FICFIs), não foi identificada menção se a CVM os considera como categorias ou não. Por esse fator, deixou-se os FICFI de fora da classificação realizada. Cabe discussão, entretanto, se há enquadramento dos FICFI no inciso VIII do art. 3º da Parte Geral da Resolução CVM nº 175/2022⁶⁹, uma vez que, apesar de inexistir Anexo Normativo para eles, é possível classificá-los segundo sua política de investimento, notadamente quanto àqueles que invistam em diversas categorias de fundos concomitantemente. Nesses casos, não haverá como enquadrar os FICFI em somente uma categoria, uma vez que sua política de investimentos será distribuída em diversas categorias, não se confundindo, portanto, com nenhuma delas individualmente. Contudo, como a discussão também foge do escopo do problema de pesquisa, deixa-se o enfrentamento para outra oportunidade.

Figura 4 - Exemplos de categorias e subcategorias previstas em normas federais distintas da Resolução CVM n. 175/2022 ou já revogadas.

⁶⁷ Acredita-se, entretanto, que os FIDC-PIPS são de fato “subcategorias”. Isto porque os FIDC já são uma classificação decorrente da política de investimento do fundo, sendo a qualificação “PIPS” somente uma limitação dos direitos creditórios que podem ser adquiridos por esta categoria.

⁶⁸ Que neste trabalho foram designadas de subcategorias.

⁶⁹ “Art. 3º: [...] VIII categoria (do fundo): classificação decorrente da política de investimentos do fundo, conforme previstas nos Anexos Normativos, observado que cada Anexo Normativo disciplina uma única categoria” (BRASIL, 2022e).



Fonte: Elaborada pelo autor.

Por fim, quanto à Figura 4, foram trazidos somente exemplos de categorias e subcategorias previstas em normas federais⁷⁰ distintas da Resolução CVM n. 175/2022, ou em normas já revogadas, para demonstrar que o leque de enquadramento das categorias e subcategorias não é exaustivo, tendo os regulamentos dos fundos e anexos descritivos das classes liberdade de defini-los. A seguir a lista das categorias e subcategorias citadas com suas respectivas referências normativas:

- a) Fundos de Conversão – anteriormente regulados pela Instrução CVM n. 227/1994. A referida instrução foi revogada pela Resolução CVM n. 2/2020, não havendo norma substitutiva posterior;

⁷⁰ Foram citadas somente as normas federais, mas nada impede que normas estaduais ou municipais prevejam categorias e subcategorias para fundos de investimento – exemplo: Lei Estadual n. 3.818/2021, que prevê a criação do Fundo Especial de Créditos Inadimplidos e Dívida Ativa (DECIDAT), do Fundo de Ativos Imobiliários do Estado de Tocantins (FAITO) e do Fundo de Investimentos Imobiliários do Estado de Tocantins (FIITO).

- b) Fundos de Privatização – Capital Estrangeiro – anteriormente regulados pela Instrução CVM n. 222/1994. A referida instrução foi revogada pela Instrução CVM n. 503/11, que, por sua vez, foi revogada pela Resolução CVM n. 83/2022, não havendo norma substitutiva posterior;
- c) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras – anteriormente regulados pela Instrução CVM n. 578/2016, revogada pela Resolução CVM n. 175/2022, não havendo norma substitutiva posterior;
- d) Fundos de Investimento no Exterior – anteriormente regulado pelo § 1º do art. 101 da ICVM 555, revogada pela Resolução CVM n. 175/2022, não havendo norma substitutiva posterior.
- e) Fundos Soberanos - regulados pelos §§ 10º e 11º da Lei n. 12.431/2011;
- f) Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação – regulados pela Lei n. 11.478/2007;
- g) Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura - regulados pela Lei n. 11.478/2007;
- h) Fundos de Investimento em Participações em Capital Semente – anteriormente regulados pela Instrução CVM n. 578/2016, revogada pela Resolução CVM n. 175/2022, não havendo norma substitutiva posterior;
- i) Fundos de Investimento em Participações em Empresas Emergentes – anteriormente regulados pela Instrução CVM n. 578/2016, revogada pela Resolução CVM n. 175/2022, não havendo norma substitutiva posterior;
- j) Fundos de Investimento em Participações Multiestratégia – anteriormente regulados pela Instrução CVM n. 578/2016, revogada pela Resolução CVM n. 175/2022, não havendo norma substitutiva posterior.

Como o objetivo da pesquisa não se comunica com todas as categorias e

subcategorias, limitando-se aos FIDCs, não se considera produtivo o detalhamento de todas até aqui citadas (o que pode ser feito em outro trabalho), pois tornaria a leitura exaustiva e fora do foco de pesquisa. A menção à sua existência e a classificação demonstrada nas Figuras 2, 3 e 4 são suficientes para que o leitor situe onde estão os FIDCs nesse universo amplo dos fundos de investimento.

Por meio dessa classificação, também é possível notar certo avanço em relação às normas revogadas pela Resolução CVM n. 175/2022, vez que o regramento dos fundos era espalhado por 38 normas distintas, sem a menção, por exemplo, quanto ao critério para classificar os fundos em categorias. Apesar de ainda haver espaço para melhorias (exemplo: definição se FIDC-PIPS e FICFI são categorias ou não), houve clara evolução da organização do regulador quanto a essa matéria.

Passa-se, então, à análise dos FIDCs, categoria de fundo central à pesquisa realizada.

3 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDCs)

Os fundos de investimento em direitos creditórios surgiram no Brasil em 2001, inicialmente por meio da Resolução CMN n. 2.907/2001 (BRASIL, 2001c), em que o CMN autorizou a constituição e funcionamento dos FIDCs e FICFIDCs, remetendo a sua regulação exclusivamente à CVM, segundo redação de seu art. 1º⁷¹. Como ainda não havia normas à época que pacificassem a competência quanto à regulação dos fundos de investimento em geral, o CMN a atribuiu à CVM, o que se consolidou na esfera legislativa com a já citada Lei de Liberdade Econômica.

⁷¹ “Art. 1º Autorizar a constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pela Comissão de Valores Mobiliários no prazo máximo de quinze dias contados da data da entrada em vigor desta resolução: I – de fundos de investimento em direitos creditórios, destinados preponderantemente à aplicação em direitos creditórios e em títulos representativos desses direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimento admitidas na referida regulamentação; II – de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, que devem ter por objetivo a aplicação de recursos em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios” (BRASIL, 2001c).

Logo após a adoção da estratégia por parte do CMN, a CVM publicou a Instrução CVM n. 356/2001 (BRASIL 2001a), norma que de fato inaugurou os FIDCs no Brasil, trazendo diversas previsões sobre sua estrutura patrimonial, regulamentar e campo de atuação. Houve mudanças substanciais desde então, podendo o cenário ser dividido em dois momentos: (i) anterior à Resolução CVM n. 175/2022 e (ii) posterior à Resolução.

3.1 Cenário anterior à Resolução CVM n. 175/2022

Anteriormente à publicação da Resolução CVM n. 175/2022, existiam quatro espécies de FIDCs no País: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Padronizados (FIDC-Ps⁷²), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NPs⁷³), Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIC-FIDCs⁷⁴) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social (FIDC-PIPSs⁷⁵). Como espécies de fundos de investimento, cada um dos quatro tipos dos FIDCs sujeitava-se à Lei n. 10.406/2002 (Código Civil) e à Instrução CVM n. 555/2014⁷⁶ e por possuírem autorização para atuar em diferentes áreas do mercado, submetiam-se a normas específicas editadas pela CVM.

3.1.1 FIDC-Ps

⁷² Apesar de essa abreviatura não estar prevista nas normas que regiam esse tipo de fundo, optou-se pela sua utilização somente para evitar a confusão entre o antigo gênero FIDC e a espécie FIDC, uma vez que possuíam o mesmo nome. Foi utilizado o termo “FIDC” para se referir ao conjunto das quatro espécies anteriormente existentes, enquanto a o termo “FIDC-P” foi utilizado para designar aquele fundo que somente adquiria direitos creditórios padronizados, conforme as disposições de sua norma reguladora (Instrução CVM 356/2001), atualmente revogada pela Resolução CVM n. 175/2022.

⁷³ Regulado pela Instrução CVM n. 444/2006 (BRASIL, 2006), revogada pela Resolução CVM n. 175/2022.

⁷⁴ Regulado pela Instrução CVM n. 356/2001 (BRASIL, 2001a), revogada pela Resolução CVM n. 175/2022.

⁷⁵ Regulado pela Instrução CVM n. 399/2003 (BRASIL, 2003), revogada pela Resolução CVM n. 175/2022.

⁷⁶ Regulamenta a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos.

Segundo os incisos III⁷⁷ e VII⁷⁸ do art. 2º da Instrução CVM n. 356 (BRASIL, 2001a), os FIDCPs eram uma comunhão de recursos que destinavam mais de 50% de seu patrimônio líquido na aplicação em direitos creditórios. Os direitos creditórios⁷⁹, por sua vez, segundo redação do inciso I do mesmo artigo⁸⁰, eram conceituados como os direitos⁸¹ e títulos representativos de crédito, que se originam em negócios jurídicos celebrados nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil, de prestação de serviços e os *warrants*, contratos⁸² e títulos emitidos

⁷⁷ “Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se: [...] III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC: uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios” (BRASIL, 2001a).

⁷⁸ “Art. 2 Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se: [...] VII – parcela preponderante: é aquela que excede 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido do fundo” (BRASIL 2001a).

⁷⁹ A CVM se posicionou sobre o conceito de “direitos creditórios” afirmando que, na prática, equivalia-se ao conceito de “crédito” (cf. BRASIL, 2004). No voto do relator, há menção expressa a que os direitos creditórios referidos pela ICVM 356 eram créditos já constituídos ou créditos futuros, não performados ou performados (BRASIL, 2004, p. 2). Concluiu-se que os créditos são constituídos quando decorrem de contrato cujas prestações das partes possuem valor determinado no momento da cessão do crédito (exemplo: contrato de locação em que o locatário deve pagar quantia certa de R\$1.000,00 mensais ao locador durante 12 meses). Foram considerados créditos futuros aqueles que decorrem de contrato cujas prestações devidas pelas partes dependem de eventos futuros, sendo impossível determinar o seu valor no momento da cessão de crédito (exemplo: contrato de locação em que o locatário deve pagar ao locador uma porcentagem de seu faturamento mensal, não tendo previsão de quanto será o valor certo em cada mês). Ressalte-se que, à época do julgamento desse processo administrativo, a ICVM 444 ainda não havia sido publicada, de maneira que esses créditos “futuros” geravam dúvida sobre a possibilidade ou não de cessão à FIDC-P. Somente após a referida instrução é que a cessão de tais créditos foi permitida somente aos FIDC-NP, conforme disposto em seu inciso IV do §1º do art. 1º. Por fim, houve menção no voto do relator que os créditos performados ou não performados são determinados conforme a prestação do devedor (sacado) esteja ou não vinculada a uma prestação do credor (cedente) no momento que o crédito for cedido ao fundo. Se não houver prestação a ser cumprida pelo credor em face ao devedor, o crédito será considerado performado. Se houver, será não performado.

⁸⁰ “Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se: [...] I – 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, desta Instrução” (BRASIL, 2001a).

⁸¹ Entende-se que um “direito” subjetivo, visto genericamente, trata-se de uma prerrogativa de um ou mais sujeitos em face de outro(s), ou um poder de um ou mais sujeitos em face de uma ou mais coisas (VENOSA, 2003, p. 307). Os sujeitos não precisam, necessariamente, ser capazes para serem sujeitos de direito – por exemplo, o direito à vida previsto no art. 5º da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB/88), que se estende a capazes e incapazes. Tais sujeitos podem ser, além disso, pessoas físicas ou jurídicas de direito privado ou público e até mesmo entes despersonalizados, como, por exemplo, os próprios fundos de investimento, que, como visto, também possuem dimensão subjetiva.

⁸² De maneira genérica e resumida, os contratos são entendidos como negócios jurídicos bilaterais ou plurilaterais que submetem as partes à observância de conduta necessária à satisfação dos interesses previstos em seus termos (GOMES, 2009, p. 11).

por instituições financeiras ou sociedades seguradoras para garantir esses *warrants*⁸³.

Pela redação dos artigos citados, nota-se que os FIDC-Ps possuíam amplo leque de atuação para firmar os negócios jurídicos de cessão de crédito⁸⁴, que, por sua vez, consiste na principal fonte de remuneração⁸⁵ dos recursos investidos pelos cotistas, podendo atuar em segmentos distintos.

Aos FIDC-Ps se aplicavam ainda as normas gerais da ICVM n. 555 (norma também revogada pela resolução e que era aplicada a todas as categorias de fundos), com a especificidade, dentre outras existentes, da possibilidade de emissão de cotas seniores (art. 2º, XI, ICVM n. 356⁸⁶) e cotas subordinadas (art. 2º, XII, ICVM 356⁸⁷), sendo que essas últimas, como a própria nomenclatura indica, eram subordinadas às cotas seniores para efeito de amortização⁸⁸ e resgate⁸⁹. Além disso, as cotas subordinadas também funcionavam como um colchão de liquidez, uma vez que respondiam, primeiramente, por eventuais

⁸³ Estes últimos são os títulos referidos no § 8º do art. 40 da Instrução CVM 356, citados no inciso I do art. 2º transcrito acima.

⁸⁴ A cessão de crédito refere-se à sucessão entre sujeitos vivos (uma vez que a sucessão *mortis causa* é regulada pelo direito das sucessões), a título particular, da prestação que o credor tem direito em face do devedor. Em outras palavras, trata-se do negócio jurídico em que o credor transfere a um terceiro sua posição na relação obrigacional (GOMES, 2005, p. 245), normatizada no Brasil pelos arts. 286 a 298 do CC/2002.

⁸⁵ A remuneração advém da diferença entre o valor pago pelo fundo (cessionário) com o valor a ser recebido dos sacados quando do adimplemento de suas prestações. Tal diferença entre o valor pago e o valor a ser recebido é denominada “deságio”.

⁸⁶ “Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se: [...] XI – cota de classe sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate.” (BRASIL, 2001a)

⁸⁷ “Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se: [...] XII – cota de classe subordinada: aquela que se subordina às demais para efeito de amortização e resgate.” (BRASIL, 2001a)

⁸⁸ O art. 2º da ICVM 356 assim definiu a amortização: “Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se: [...] XIV – amortização: é o pagamento aos cotistas do fundo fechado de parcela do valor de suas cotas, sem redução de seu número” (BRASIL, 2001a).

⁸⁹ Nenhuma das instruções até então citadas (ICVM n. 356, n. 555 e n. 175/2022) definiram o resgate, apesar de tratarem desse instituto em seu texto em diversas oportunidades. Afirma Carvalho (2012, p. 90) que o resgate de cotas consiste “no pagamento ao cotista de valor correspondente à significação econômica da(s) respectiva(s) cota(s), retirando-a(s) definitivamente de circulação”. A norma legal mais próxima ao tema que traz um conceito de resgate seria o § 1º do art. 44 da Lei n. 6.404/1976 (dispõe sobre as S.A), que assim prevê: “§ 1º O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes” (BRASIL, 1976). Nota-se certa semelhança entre o conceito doutrinário de resgate para fundos de investimento trazido por Carvalho (2012) com a definição legal de resgate para Sociedade por Ações, sendo plausível concluir que, quando do resgate de cotas de FIDCs, estão são retiradas definitivamente de circulação e, conseqüentemente, paga-se ao investidor o valor correspondente às suas cotas.

prejuízos suportados pelo fundo, garantindo, de certa forma, a rentabilidade das cotas seniores (CARVALHO, 2012, p. 163). No caso de fundos fechados, as cotas seniores poderiam ser divididas em séries com valores e prazos diferentes para amortização, resgate e remuneração⁹⁰, sendo que cada série emitida deveria conferir aos titulares iguais direitos e obrigações⁹¹.

Quanto à estrutura administrativa dos FIDC-Ps, deveriam, obrigatoriamente, ser registrados na CVM⁹², bem como ser constituídos por deliberação de uma instituição administradora que, no mesmo ato, deveria aprovar o inteiro teor de seu regulamento (art. 7º, ICVM 356⁹³). A instituição administradora era tida como obrigatória na estrutura do FIDC-P, podendo tal papel ser exercido pelas instituições listadas no art. 32 da ICVM 356⁹⁴, tendo poderes para praticar os atos necessários à administração do fundo e exercer, em nome do fundo, os poderes decorrentes dos direitos creditórios que vierem a integrar sua carteira, conforme redação do art. 33 da mesma instrução⁹⁵. A administradora possuía seus deveres listados nos dez incisos e dois parágrafos do art. 34 e se sujeitava a observar as vedações à prática de determinados atos previstas nos arts. 35 e 36 do referido caderno normativo.

Havia obrigatoriedade, além disso, da presença dos seguintes agentes nessa estrutura: uma agência classificadora de risco⁹⁶ e um auditor

⁹⁰ “Art. 12. [...] §1º No caso de fundos fechados, as cotas seniores podem ser divididas em séries com valores e prazos diferenciados para amortização, resgate e remuneração (BRASIL, 2001a).

⁹¹ “Art. 12 [...] §2º Cada série de cotas terá as mesmas características e conferirá a seus titulares iguais direitos e obrigações, nos termos do regulamento” (BRASIL, 2001).

⁹² “Art. 8º O funcionamento dos fundos regulados por esta Instrução depende do prévio registro na CVM” (BRASIL, 2001a).

⁹³ “Art. 7º A constituição do fundo deve ser deliberada por seu administrador, que, no mesmo ato, deve aprovar também o inteiro teor do seu regulamento” (BRASIL, 2001a).

⁹⁴ “Art. 32. A administração do fundo pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários” (BRASIL, 2001a).

⁹⁵ “Art. 33. A instituição administradora, observadas as limitações deste regulamento, tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira do fundo” (BRASIL, 2001a).

⁹⁶ Segundo redação do inciso III do art. 3º da ICVM 356, “cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País” (BRASIL, 2001a). A agência de classificação de risco escolhida pela administradora deveria ser indicada no ato do pedido de registro do Fundo junto a CVM, conforme redação do inciso IV do §1º do art. 8º da mesma instrução citada acima. Entretanto, existiam algumas hipóteses em que eram dispensadas tais agências, sendo elas descritas pelos incisos I a III do art. 23-A dessa instrução.

independente⁹⁷. Poderia a administradora, ainda, mediante deliberação de assembleia geral dos cotistas (ou desde que previsto no regulamento do FIDC-P), contratar os seguintes sujeitos, caso não optasse por acumular tais atividades dentre suas próprias atribuições: uma sociedade empresária denominada “consultoria especializada”, para dar suporte e subsidiar o administrador nas atividades de análise e seleção dos direitos creditórios (inciso I do art. 39 da ICVM n. 356); uma sociedade empresária gestora de recursos de terceiros autorizada a exercer tal atividade pela CVM (inciso II do art. 39 da ICVM n. 356); uma sociedade empresária denominada de “custodiante”⁹⁸ (inciso III do art. 39 da ICVM n. 356) e uma sociedade empresária denominada “agente de cobrança”, para auxiliar na atividade de cobrar e receber direitos creditórios inadimplidos (inciso IV do art. 39 da ICVMn. 356).

3.1.2 FIDC-NPs

Com estrutura administrativa muito similar aos FIDC-Ps, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NPs) possuíam maior parte de sua constituição e funcionamento regulados também pela ICVM n. 356, conforme texto do art. 2º da ICVM n. 444⁹⁹. Essa última instrução, por sua vez, previa justamente os pontos que distinguiam os FIDC-Ps dos FIDC-NPs. As principais diferenças listadas por tal instrução eram: a aplicação dos recursos deveria ser restrita a um rol de direitos creditórios intitulados “não padronizados”¹⁰⁰; a inexistência de fixação de porcentagem mínima de seu

⁹⁷ O auditor independente também era figura obrigatória em um FIDC, conforme redação do inciso IV do §1º do art. 8º da ICVM 356 (BRASIL, 2001a). Cabia ao auditor independente principalmente, dentre outros papéis estabelecidos pela ICVM 356, o de auditar as demonstrações financeiras anuais do fundo conforme as normas contábeis expedidas pela CVM, segundo redação do art. 44 da mesma instrução (BRASIL, 2001a).

⁹⁸ Conforme redação do inciso X do art. 2º da ICVM356 o custodiante “é a pessoa jurídica credenciada na CVM para o exercício da atividade de prestador de serviço de custódia fungível” (BRASIL, 2001). Dentre todas as responsabilidades do custodiante que eram previstas pelo art. 38 da mesma instrução acima citada, destacavam-se: a validação dos direitos creditórios em relação aos critérios estabelecidos no regulamento (art. 38, I); a custódia e guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do FIDC (art. 38, V) e verificação da documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios (art. 38, II). O papel de custodiante poderia ser exercido pela mesma instituição administradora, conforme previsão do §2º do art. 39 da instrução supracitada (BRASIL, 2001a).

⁹⁹ “Art. 2º A constituição e o funcionamento do FIDC-NP reger-se-á pelo disposto na Instrução CVM n. 356, observadas as disposições da presente Instrução” (BRASIL, 2006).

¹⁰⁰ “Art.1º [...] § 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais

patrimônio líquido a ser aplicado em cada um destes direitos creditórios¹⁰¹; a limitação de emissão de cotas e suas posteriores negociações em mercado secundário¹⁰² somente a investidores profissionais; e, por fim, a possibilidade de que a CVM dispensasse o cumprimento de dispositivos da ICVM n. 356, desde que fossem observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor¹⁰³.

Os diferenciais do FIDC-NP se referiam, portanto, aos direitos creditórios passíveis de serem adquiridos em relação ao FIDC-P (não havia diferenças significativas quanto à sua constituição e ao funcionamento¹⁰⁴) e ao rol de sujeitos autorizados a investir seus recursos: enquanto os FIDC-Ps englobavam investidores qualificados e profissionais, os FIDC-NPs limitavam-se aos investidores profissionais. Quanto aos direitos de cada classe e série de cotistas, eram, em tese, iguais aos dos FIDC-Ps, a não ser que a CVM dispensasse o FIDC-NP do cumprimento de algum dispositivo que conferia direitos específicos aos cotistas na ICVM n. 356/2001, com base na permissão que era dada pelo já citado art. 9º da ICVM n. 444/2006.

de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo; II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM n. 356, de 17 de dezembro de 2001”. (BRASIL, 2006).

¹⁰¹ Conforme redação do § 1º do art. 1º da ICVM n. 444 (BRASIL, 2006).

¹⁰² “Art. 4º Os fundos regulados por esta Instrução somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas em mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor profissional, conforme definido em regulamentação específica” (BRASIL, 2006).

¹⁰³ O art. 9º da ICVM 444 assim previa sobre a possibilidade da dispensa de cumprimento desses dispositivos: “Art. 9º A CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos da Instrução CVM n. 356, para os fundos registrados na forma desta Instrução” (BRASIL, 2006)

¹⁰⁴ A não ser que a CVM autorizasse procedimentos específicos e dispensasse o cumprimento de dispositivos da ICVM n. 356, conforme redação do art. 9º da ICVM n. 444, o que deveria ser analisado caso a caso. Como havia discricionariedade do órgão regulador para, respeitados os princípios descritos no *caput* do art. supracitado, dispensar o administrador do FIDC-NP do cumprimento de, em tese, qualquer dispositivo da ICVM n. 356, não havia como prever quais seriam exatamente as diferenças sem uma análise dos casos concretos.

3.1.3 FIDC-PIPSs

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social (FIDC-PIPSs) eram regulados pela Instrução CVM n. 399/2003 e possuíam estrutura e funcionamento semelhantes aos FIDC-Ps. As principais diferenças eram: os tipos de direitos creditórios que poderiam ser adquiridos¹⁰⁵; as proporções dos direitos creditórios adquiridos na constituição de seu patrimônio líquido¹⁰⁶, a limitação de só poderem ser constituídos na forma de condomínios fechados¹⁰⁷ e a existência de somente uma classe de cotas¹⁰⁸ sem denominação específica.

Os demais artigos da ICVM 399 remetiam o funcionamento de tal espécie

¹⁰⁵ O art. 58 da ICVM n. 399 assim previa sobre as características dos direitos creditórios adquiridos pelos FIDC-PIPS: “Art. 58. Os direitos creditórios que serão adquiridos pelo fundo deverão possuir as seguintes características: I – os recebíveis devem originar-se de financiamentos realizados mediante alienação fiduciária de coisa imóvel, nos termos da Lei no 9.514/97, que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário; II – o pagamento do recebível deve ser feito, sempre que possível, através de desconto em folha de pagamento do mutuário, de forma a reduzir o risco de inadimplência” (BRASIL, 2003). Além disso, complementavam tal definição as disposições dos incisos I e VI do art. 2º da mesma instrução: “Art. 2º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se: I – PROJETOS: aqueles projetos e/ou programas aprovados pelo Governo Federal, destinados a criação e a implementação de núcleos habitacionais que tornem acessível moradia para segmentos populacionais de diversas rendas familiares, mediante a construção de núcleos habitacionais providos de serviços públicos básicos, comércio e serviços; [...] VI – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDC-PIPS: uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio fechado, sem personalidade jurídica, destinado à aplicação em direitos creditórios originários de PROJETOS” (BRASIL, 2003).

¹⁰⁶ O *caput* e o § 1º do art. 57 da ICVM n. 399 previam as porcentagens obrigatórias dos direitos creditórios e demais aplicações do fundo em relação ao seu patrimônio líquido: “Art. 57. Até 30 (trinta) dias após a subscrição total das cotas, no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) dos recursos aplicados no FIDC-PIPS, deverão ser direcionados para aquisição dos recebíveis originados a partir dos Projetos, observados, em relação a cada espécie de destinação, os percentuais mínimos a serem estabelecidos em seu regulamento, podendo a CVM, a seu exclusivo critério prorrogar esse prazo, desde que o administrador apresente motivos que justifiquem a prorrogação. § 1º A parcela do patrimônio do FIDC-PIPS não comprometida com as aplicações de que trata o *caput* deste artigo será constituída por títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, ou pelo Banco Central do Brasil – BACEN ou por operações compromissadas lastreadas nesses títulos públicos federais, respeitado o limite de 5% (cinco por cento)” (BRASIL, 2003).

¹⁰⁷ É o que previa o art. 3º da ICVM n. 399: “Art. 3º Os fundos regulados por esta Instrução terão as seguintes características: I – serão constituídos na forma de condomínio fechado”. (BRASIL, 2003)

¹⁰⁸ Não havia dispositivo na ICVM n. 399 que apontasse a possibilidade de fracionamento das cotas em classes e séries, sendo os arts. 25 e 26 claros que os cotistas do FIDC-PIPS eram tratados igualmente: “Art. 25. A condição de cotista é caracterizada pela subscrição de cotas do FIDC-PIPS.” [...] “Art. 26. A titularidade das cotas do FIDC-PIPS confere aos cotistas igualdade de direitos, inclusive no tocante a prazos, taxas e despesas, sendo atribuído a cada cota o direito a um voto nas Assembleias de cotistas” (BRASIL, 2003).

de FIDC aos FIDC-Ps, devendo ainda ser ressaltado o fato de que até a sua extinção pela Resolução CVM n. 175/2022, não havia nenhum FIDC-PIPS registrado perante a CVM e em funcionamento¹⁰⁹.

3.1.4 FIC-FIDCs

Os Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIC-FIDCs), assim como os FIDC-Ps, eram regulados pela ICVM n. 356¹¹⁰ e possuíam estrutura e funcionamento muito semelhantes a esses últimos, conforme redação do parágrafo único do art. 41¹¹¹.

A principal diferença era que os FIC-FIDCs deveriam destinar 95% do seu patrimônio líquido à aquisição de cotas de FIDC, conforme redação do *caput* do art. 41 da ICVM n. 356/2001¹¹². Os outros 5% poderiam ser aplicados somente em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras e operações compromissadas¹¹³.

Além disso, as aplicações de um FIC-FIDC em cotas de um mesmo FIDC não poderiam exceder 25% de seu patrimônio líquido, exceto se o regulamento dispusesse quanto à possibilidade de extrapolar tal limite¹¹⁴.

¹⁰⁹ O site da CVM possui uma seção de consulta a todos os fundos de investimento registrados e cancelados no país, não tendo a busca gerado qualquer resultado quando foi utilizado como filtro os FIDC-PIPS. A pesquisa foi realizada em data anterior à publicação da Resolução CVM n. 175/2022, o que corrobora com a afirmativa de não existirem FIDC-PIPSs à época.

¹¹⁰ “Art. 1º. A presente Instrução dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FICFIDC” (BRASIL, 2001a).

¹¹¹ “Parágrafo único. A constituição e o funcionamento do fundo referido neste artigo, designado fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, subordinam-se, no que couber, às normas estabelecidas neste regulamento, observado o seguinte [...]” (BRASIL, 2001a).

¹¹² “Art. 41. As instituições referidas no art. 32 desta instrução podem constituir e administrar fundo de investimento cujos recursos devem ser destinados à aquisição de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, observada a proporcionalidade mínima de 95% (noventa e cinco por cento) do respectivo patrimônio líquido” (BRASIL, 2001a).

¹¹³ “Art. 41 [...] Parágrafo Único. I – a parcela correspondente aos 5% (cinco por cento) remanescentes de seu patrimônio líquido pode ser aplicada em: a) títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil e créditos securitizados pelo Tesouro Nacional; b) títulos de renda fixa de emissão ou aceite de instituições financeiras; c) operações compromissada” (BRASIL, 2001a).

¹¹⁴ “Art. 41 [...] Parágrafo Único [...] II – suas aplicações em cotas de um mesmo fundo não podem exceder 25% (vinte e cinco por cento) de seu patrimônio líquido, admitida a extrapolação do referido limite, desde que prevista no regulamento respectivo, na parte pertinente à descrição da política de investimento” (BRASIL, 2001a).

3.2 Cenário posterior à Resolução CVM n. 175/2022

Com o regular crescimento dos fundos de investimento em geral no mercado de capitais, somado à publicação da Lei de Liberdade Econômica – Lei n. 13.874/2009 (BRASIL, 2019b) –, do Decreto n. 10.139/2019 (BRASIL, 2019a) e da Resolução CMN n. 4.694/2018 (BRASIL, 2018), a CVM indicou a necessidade de aperfeiçoar suas normas regulatórias para que elas passassem não somente a acompanhar a realidade mercadológica, como também possibilitassem uma interpretação mais acessível – Resolução CVM n. 2/2020 (BRASIL, 2020).

O Decreto n. 10.139/2019¹¹⁵ determinou a revisão e a consolidação de atos normativos publicados por órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional que fossem inferiores hierarquicamente a um decreto do chefe do executivo federal (*caput* do art. 1º¹¹⁶). O referido Decreto aplicou-se, portanto, a: portarias, resoluções, instruções normativas, ofícios, avisos, orientações normativas, diretrizes, recomendações, despachos de aprovação e qualquer outro ato com conteúdo normativo e inferior a decreto (§ 1º do art. 1º¹¹⁷). A partir de sua entrada em vigor, os atos normativos deveriam ser editados conforme o seguinte padrão: portarias, como atos normativos editados por uma ou mais autoridades singulares; resoluções, como atos normativos editados por colegiados e instruções normativas, como atos que, sem inovar, orientam a execução de normas vigentes (art. 2º¹¹⁸).

Ao longo dos anos, a CVM publicou diversas instruções e deliberações sobre diferentes categorias de fundos de investimento sem ter a cautela de

¹¹⁵ “Ementa: Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto” (BRASIL, 2019a).

¹¹⁶ “Art. 1º Este Decreto dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto editados por órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional” (BRASIL, 2019a).

¹¹⁷ “§ 1º O disposto neste Decreto aplica-se a: I – portarias; II – resoluções; III – instruções normativas; IV – ofícios e avisos; V – orientações normativas; VI – diretrizes; VII – recomendações; VIII – despachos de aprovação; e IX – qualquer outro ato inferior a decreto com conteúdo normativo” (BRASIL, 2019a).

¹¹⁸ “Art. 2º A partir da entrada em vigor deste Decreto os atos normativos inferiores a decreto serão editados sob a forma de: I – portarias – atos normativos editados por uma ou mais autoridades singulares; II – resoluções – atos normativos editados por colegiados; ou III – instruções normativas – atos normativos que, sem inovar, orientem a execução das normas vigentes pelos agentes públicos” (BRASIL, 2019a).

produzir um conteúdo organizado ou coeso, o que dificultava a interpretação não somente dos potenciais investidores, como também dos profissionais que trabalham com fundos de investimento. O Decreto n. 10.139/2019, portanto, foi uma norma importante para que a CVM iniciasse esse trabalho de revisão.

Além disso, a Lei de Liberdade Econômica – Lei n. 13.874/2019 (BRASIL, 2019b) – inovou ao prever três pontos principais: (i) a possibilidade de segregação de patrimônio, direitos e obrigações para diferentes classes de cotas; (ii) a possibilidade do regulamento do fundo prever a limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor de suas cotas e (iii) a aplicação do instituto da insolvência para os fundos em geral.

A Resolução CMN n. 4.694/2018, por fim, inovou ao alterar a Resolução CVM n. 2.907/2001 (BRASIL, 2001c) para admitir a possibilidade de a CVM prever em suas normas a abertura dos FIDCs ao público em geral. A novidade foi inserida por meio da alteração da redação do inciso I do § 2º do art. 1º da Resolução n. 2.907/2001¹¹⁹, norma que inaugurou os FIDCs no País.

Diante desse cenário, somado ainda à popularização dos FIDCs (BRASIL, 2018, p. 17), a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM n. 08/2020 (BRASIL, 2021a), oportunidade em que publicou a primeira minuta do que veio a se tornar, após longas discussões, a Resolução CVM n. 175/2022. A Resolução só veio a ser publicada dois anos depois, revogando ao total 38 normas anteriores (35 instruções e 3 deliberações), reunindo considerável conteúdo atinente a fundos de investimento no que se refere à competência regulatória a cargo da CVM.

Segundo redação do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM n. 08/2020 (BRASIL, 2021a), o escopo da reforma que culminou na Resolução CVM n. 175/2022 (BRASIL, 2022e) foi dividido em cinco diretrizes principais: (I) adaptação da regulamentação à Lei de Liberdade Econômica (BRASIL, 2019b); (II) incorporação da jurisprudência administrativa sobre fundos e alinhamento a recomendações e práticas internacionais; (III) incorporação de sugestões recebidas de agentes do mercado durante a vigência das normas anteriores; (IV)

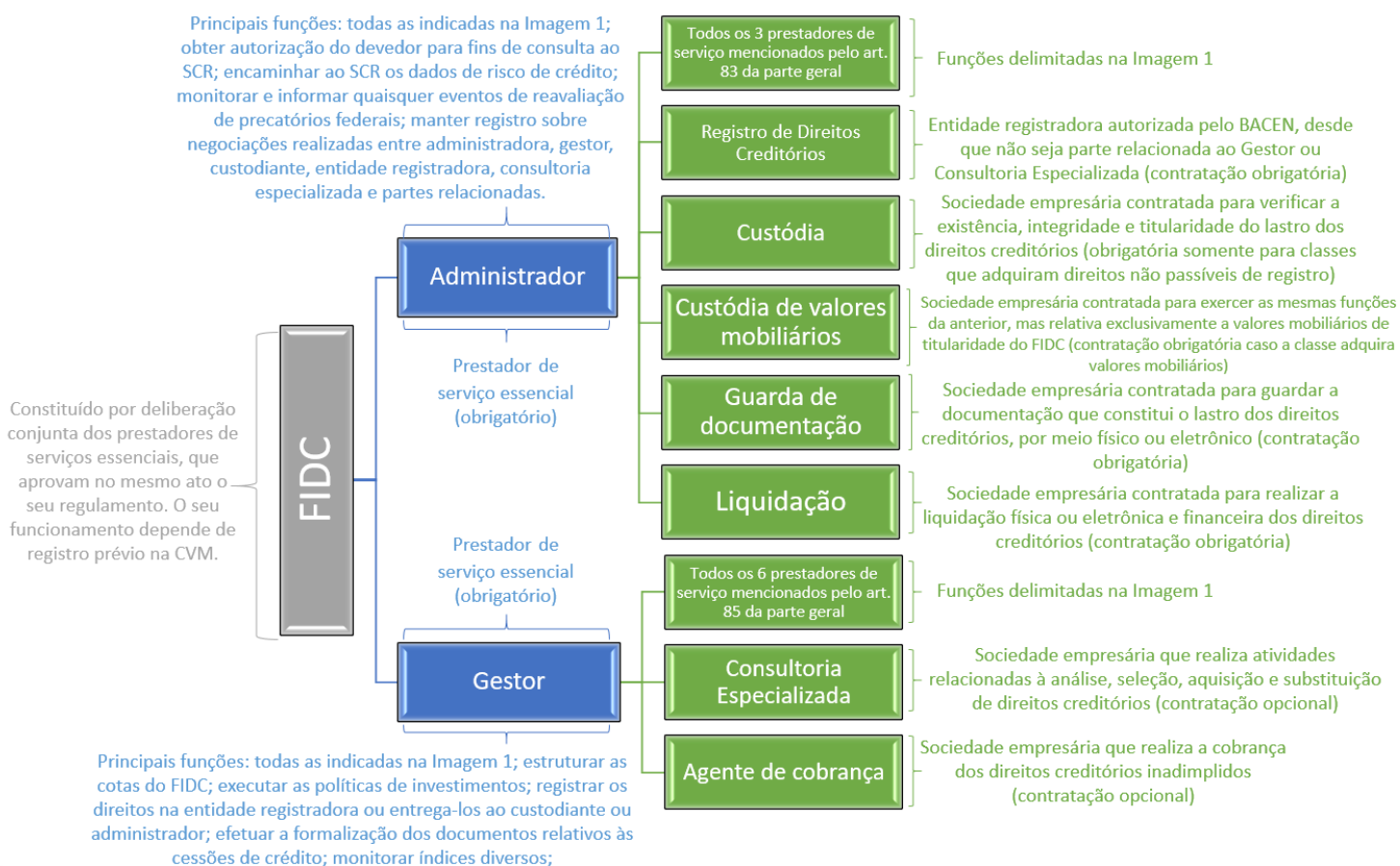
¹¹⁹ “Art. 1º [...] § 2º A regulamentação de que trata o *caput* deve prever, no mínimo: I – a possibilidade de aplicação de recursos no fundo apenas por investidores qualificados, considerada a definição constante da regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários, exceto nas hipóteses expressamente definidas por essa autarquia” (BRASIL, 2001).

reforma dos FIDCs e (V) promoção de alterações mencionadas pelo Decreto n. 10.139/2019 (BRASIL, 2022a, p. 6).

Foi conferido um anexo próprio aos FIDCs na Resolução CVM n. 175/2022, sendo publicado conjuntamente à versão original da norma (o que só ocorreu também com os FIF), demonstrando a CVM a sua preocupação com a regulação dessa categoria. O mercado de FIDC cresceu consideravelmente, o que, de fato, justifica a atenção do regulador.

Em comparação aos fundos de investimento em geral, houve inovações já na estruturação dos FIDCs, por meio da inclusão de funções extras aos prestadores de serviço essenciais (administrador e gestor) dessa categoria, bem como previsão de mais sete prestadores de serviço contratados por eles, alguns obrigatórios e outros facultativos. Foi produzida a Figura a seguir para auxiliar na identificação desses profissionais.

Figura 5 – Instituições obrigatórias e facultativas na estrutura de um FIDC, conforme o Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022.



Fonte: Elaborada pelo autor.

O administrador manteve as funções já delimitadas na Figura 1 deste trabalho, adicionando-se ainda as previstas no art. 31 do Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022¹²⁰. Destacam-se, dentre elas, os deveres de envio de informações relativas às cessões de crédito realizadas pelas classes de cotas no Sistema de Informação de Crédito (SCR) mantido pelo BACEN.

Quanto aos prestadores de serviço contratados pelo administrador, foram adicionados mais cinco ao rol já previsto no art. 83 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022, chegando a oito no total. São eles, segundo redação dos incisos I a V do art. 30 do Anexo II da Resolução¹²¹: registradora (contratação obrigatória); custodiante (contratação obrigatória somente para classes que adquiram direitos creditórios não passíveis de registro); custodiante de valores mobiliários (contratação obrigatória somente para classes que adquiram valores mobiliários); guarda de documentação (contratação obrigatória) e liquidante (contratação obrigatória). Os papéis de cada um deles foram descritos na Figura 6.

Já o gestor manteve as funções já delimitadas na Figura 1 deste trabalho, adicionando-se as previstas nos incisos I a VII do art. 33 do Anexo II da Resolução¹²². Destacam-se, dentre elas, os deveres de estruturar as cotas do

¹²⁰ “Art. 31. Em acréscimo às obrigações previstas na parte geral da Resolução e neste Anexo Normativo II, o administrador é responsável pelas seguintes atividades: I – sem prejuízo da observância dos procedimentos relativos às demonstrações contábeis, manter, separadamente, registros com informações completas sobre toda e qualquer modalidade de negociação realizada entre o administrador, gestor, custodiante, entidade registradora, consultoria especializada e respectivas partes relacionadas, de um lado; e a classe de cotas, de outro; II – encaminhar ao Sistema de Informações de Créditos do Banco Central do Brasil – SCR documento composto pelos dados individualizados de risco de crédito referentes a cada operação de crédito, conforme modelos disponíveis na página do Banco Central do Brasil na rede mundial de computadores; III – obter autorização específica do devedor, passível de comprovação, para fins de consulta às informações constantes do SCR; e IV – no que se refere às classes que adquiram os precatórios federais previstos no inciso II do parágrafo único do art. 2º deste Anexo Normativo II, monitorar e informar, imediatamente, via comunicado ao mercado ou fato relevante, a depender da relevância, sobre quaisquer eventos de reavaliação do ativo” (BRASIL, 2022e).

¹²¹ “Art. 30. Em acréscimo aos serviços previstos no art. 83 da parte geral da Resolução, o administrador deve contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços: I – registro de direitos creditórios em entidade registradora autorizada pelo Banco Central do Brasil, observado que a entidade registradora não pode ser parte relacionada do gestor ou da consultoria especializada; II – custódia, alcançando os serviços previstos na Seção IV deste Capítulo VIII, se for o caso, e observado, ainda, que o custodiante não pode ser parte relacionada do gestor ou da consultoria especializada; III – custódia de valores mobiliários, se for o caso; IV – guarda da documentação que constitui o lastro dos direitos creditórios, a qual pode se dar por meio físico ou eletrônico; e V – liquidação física ou eletrônica e financeira dos direitos creditórios”.

¹²² “Art. 33. Em acréscimo às demais obrigações previstas na parte geral da Resolução e neste Anexo Normativo II, o gestor é responsável pelas seguintes atividades: I – estruturar o fundo, nos termos do § 1º deste artigo; II – executar a política de investimentos, devendo analisar e

FIDC (o que envolve, no mínimo, estabelecer política de investimento, estimar a inadimplência, estabelecer índice de subordinação das subclasses, estimar o prazo médio ponderado da carteira, estabelecer os fluxos financeiros dos direitos creditórios adquiridos e estabelecer hipóteses de liquidação antecipada¹²³), executar a política de investimentos, registrar os direitos creditórios na Registradora contratada pelo Administrador e efetuar a correta formalização dos documentos relativos aos contratos de cessão de crédito celebrados pelas classes.

Quanto aos prestadores de serviço contratados pelo gestor, foram adicionados mais dois – consultoria especializada e agente cobrador – ao rol já previsto no art. 85 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022, chegando a oito no total, segundo redação dos incisos I e II do art. 32 do Anexo II da Resolução¹²⁴. Ambas as contratações são opcionais, sendo que a consultoria

selecionar os direitos creditórios para a carteira de ativos, o que inclui, no mínimo: a) verificar o enquadramento dos direitos creditórios à política de investimento, compreendendo, no mínimo, a validação dos direitos creditórios quanto aos critérios de elegibilidade e a observância aos requisitos de composição e diversificação, de forma individualizada ou por amostragem, utilizando modelo estatístico consistente e passível de verificação; e b) avaliar a aderência do risco de performance dos direitos creditórios, se houver, à política de investimento; III – registrar os direitos creditórios na entidade registradora da classe ou entregá-los ao custodiante ou administrador, conforme o caso; IV – na hipótese de ocorrer substituição de direitos creditórios, por qualquer motivo, diligenciar para que a relação entre risco e retorno da carteira de direitos creditórios não seja alterada, nos termos da política de investimentos; V – efetuar a correta formalização dos documentos relativos à cessão dos direitos creditórios; e VI – sem prejuízo de outros parâmetros eventualmente definidos no regulamento, monitorar: a) o índice de subordinação; b) a inadimplência da carteira de direitos creditórios e, em relação aos direitos creditórios vencidos e não pagos, diligenciar para que sejam adotados os procedimentos de cobrança, observado que essa última obrigação inexistente no caso de hipóteses de dispensa previstas no regulamento; e c) a taxa de retorno dos direitos creditórios, considerando, no mínimo, pagamentos, pré-pagamentos e inadimplência. VII – na gestão de classes de cotas destinadas ao público em geral ou a investidores qualificados que aplicam recursos em precatórios federais: a) se certificar acerca da inexistência de impugnações, podendo contratar serviços de advocacia em nome do fundo e às expensas da classe, para atuar na defesa dos interesses referentes aos precatórios, incluindo representação judicial e monitoramento de tais direitos creditórios; e b) previamente a cada aquisição de precatórios, possuir o ofício requisitório e a certidão de remessa do precatório ao Tribunal Regional Federal, ou o comprovante de consulta do precatório na página eletrônica do tribunal (BRASIL, 2022e).

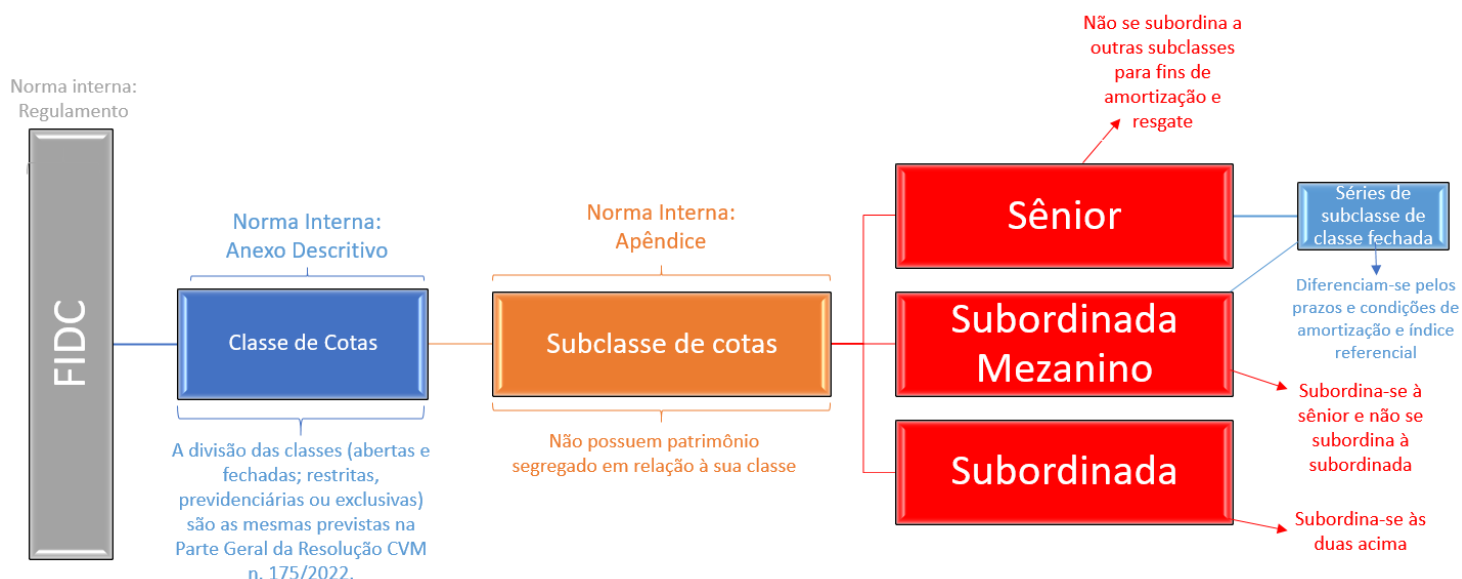
¹²³ “§ 1º A estruturação da classe de cotas, nos termos do inciso I do *caput*, consiste, no mínimo, no conjunto das seguintes atividades: I – estabelecer a política de investimento; II – estimar a inadimplência da carteira de direitos creditórios e, se for o caso, estabelecer um índice de subordinação; III – estimar o prazo médio ponderado da carteira de direitos creditórios; IV – estabelecer como se darão os fluxos financeiros derivados dos direitos creditórios; e V – estabelecer hipóteses de liquidação antecipada que devem constar do regulamento” (BRASIL, 2022e).

¹²⁴ “Art. 32. Em acréscimo aos serviços previstos no art. 85 da parte geral da Resolução, o gestor pode contratar, em nome do fundo, os seguintes prestadores de serviços: I – consultoria especializada; e II – agente de cobrança” (BRASIL, 2022e).

especializada pode cumular as duas funções, conforme previsão do parágrafo único do mesmo artigo¹²⁵. A ela são conferidas, primariamente, as atividades de análise, seleção, aquisição e substituição de direitos creditórios do fundo (§ 3º do art. 33¹²⁶), enquanto ao Gestor cabe a cobrança dos créditos inadimplidos.

Avançando para a divisão interna administrativa dos FIDCs, o Anexo II prevê um acréscimo em relação à já vista divisão interna dos fundos de investimento trazida pela Parte Geral da Resolução. Para facilitar a identificação, produziu-se a Figura a seguir.

Figura 6 – Divisão interna patrimonial dos FIDCs, conforme Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022.



Fonte: Elaborada pelo autor.

Note-se que a inovação em comparação aos fundos em geral se deu pela inclusão de subclasses específicas (sênior, subordinada mezanino e subordinada), bem por uma subdivisão em séries de subclasses sêniores e subordinadas mezanino de classes fechadas. Algumas categorias (como os FIF), não possuem denominações fixas de subclasses¹²⁷, ou de subdivisões entre as

¹²⁵ “Art. 32 [...] Parágrafo único. Sem prejuízo da possibilidade de contratação de outros tipos de prestadores de serviço para a função, a contratação da consultoria especializada pode englobar sua atuação como agente de cobrança” (BRASIL, 2022e).

¹²⁶ “Art. 33 [...] § 3º A consultoria especializada pode ser contratada pelo gestor para realizar atividades relacionadas à análise, seleção, aquisição e substituição dos direitos creditórios que comporão a carteira de direitos creditórios” (BRASIL, 2022e).

¹²⁷ O que não impede sejam criadas subclasses com os mesmos nomes (sênior, subordinada mezanino e subordinada), ou com nomes diferentes.

subclasses. A mudança também ocorreu em comparação às disposições da ICVM n. 356/2001, que anteriormente previa aos FIDCs tão somente subclasses seniores e subordinadas, sendo incluídas no texto da Resolução CVM n. 175/2022 as subordinadas mezanino.

Conforme a Resolução CVM n. 175/2022: (i) as subclasses seniores não se subordinam a nenhuma outra para fins de amortização e resgate de cotas; (ii) as subordinadas mezanino se subordinam somente às seniores; (iii) as subordinadas se subordinam às demais (incisos VIII, IX e X do art. 2º do Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022¹²⁸) e (iv) as séries de subclasses de cotas seniores e subordinadas mezanino diferenciam-se exclusivamente em função dos prazos e condições de amortização e pelo índice referencial (inciso XXIII do Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022¹²⁹ c/c parágrafo único do art. 8º do mesmo caderno normativo¹³⁰). Quanto a esses últimos, note-se que, enquanto o inciso XXIII do art. 2º limita as séries somente às subclasses seniores, o parágrafo único do art. 8º expande essa possibilidade também às subordinadas mezanino. Diante da aparente confusão ocasionada pelo regulador, entende-se que deve prevalecer a última alternativa, por ser mais abrangente.

Além disso, a CVM inicialmente¹³¹ extinguiu as quatro espécies de FIDC anteriormente previstas (FIDC-P, FIDC-NP, FIDC-PIPS e FICFIDCs), permanecendo somente a categoria genérica FIDC. Após, os FIDC-PIPS aparentemente voltaram a ser considerados como categoria pela própria CVM, existindo a partir de então os FIDCs e os FIDC-PIPS. Foi extinta, assim, a separação entre fundos que investem somente em direitos creditórios

¹²⁸ Art. 2º [...] VIII – cota de subclasse sênior (“cota sênior”): cota de emissão de subclasse que não se subordina a qualquer outra subclasse para fins de amortização e resgate; IX – cota de subclasse subordinada mezanino (“cota subordinada mezanino”): cota de emissão de subclasse que, simultaneamente, se subordina a outra(s) subclasse(s) para fins de amortização e resgate e possui outra(s) subclasse(s) como subordinada(s) para os mesmos fins; X – cota de subclasse subordinada (“cota subordinada”): cota de emissão de subclasse que se subordina a todas as demais subclasses para fins de amortização e resgate (BRASIL, 2022e).

¹²⁹ Art. 2º [...] XXIII – séries: subconjuntos de cotas sênior das classes fechadas, podendo ser diferenciados exclusivamente pelos prazos e condições de amortização e pelo índice referencial (BRASIL, 2022e).

¹³⁰ Art. 8º [...] Parágrafo único. As cotas seniores e subordinadas mezanino de classe fechada podem ser emitidas em séries com índices referenciais diferentes e prazos diferenciados para amortização, permanecendo inalterados os demais direitos e obrigações (BRASIL, 2022e).

¹³¹ Conforme já explicado anteriormente, inicialmente, em 2020, a CVM manifestou no sentido dos FIDC-PIPS não serem categorias. Após, em 2023, aparentemente a CVM mudou de posicionamento, contudo, sem explicar os motivos.

padronizados ou não padronizados. O que vigora atualmente é a possibilidade de uma classe de cotas investir seus recursos em direitos não padronizados, desde que limite a subscrição a investidores profissionais (art. 15 do Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022¹³²).

O inciso XII do art. 2º do Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022 elenca o rol de direitos creditórios padronizados¹³³:

- a) direitos e títulos representativos de crédito;
- b) valores mobiliários representativos de crédito;
- c) certificados de recebíveis e outros valores mobiliários representativos de operações de securitização, que não sejam lastreados em direitos creditórios não padronizados;
- d) cotas de FIDC.

Tratam-se de conceitos amplos, devendo ser tratados individualmente para melhor compreensão de seu real sentido.

Iniciando pela alínea “a”, destacam-se dois termos genéricos (direitos e títulos), ambos relacionados à existência de um crédito. Entende-se que um “direito” subjetivo, visto genericamente, trata-se de uma prerrogativa de um ou mais sujeitos em face de outro(s), ou um poder de um ou mais sujeitos em face de uma ou mais coisas (VENOSA, 2003, p. 307). Um “direito representativo de crédito”¹³⁴ é, portanto, uma prerrogativa que um ou mais sujeitos possuem em face de outro(s) que os autoriza a cobrá-los pelo adimplemento de uma obrigação contratual.

Já quanto aos títulos que representam um crédito, entende-se como sinônimos dos conhecidos títulos de crédito. Segundo definição de Vivante

¹³² “Art. 15. As classes de cotas cuja política de investimento admita a aquisição de direitos creditórios não-padronizados são de subscrição exclusiva de investidores profissionais, ressalvada a hipótese de subscrição de cotas subordinadas pelo cedente e suas partes relacionadas” (BRASIL, 2022e).

¹³³ A norma não lhes atribuiu a denominação “padronizados”, o que se faz neste trabalho somente para melhor separação das duas categorias.

¹³⁴ Pode-se equiparar, para os efeitos legais, os direitos representativos de crédito aos bens móveis por se tratarem de direitos pessoais de caráter patrimonial, conforme redação do inciso III do art. 83 do Código Civil: “Art. 83. Consideram-se móveis para os efeitos legais: [...] III - os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações” (BRASIL, 2002). Essa afirmativa não quer dizer que os direitos de crédito são bens móveis, mas tão somente que, para os fins legais, serão a eles equiparados.

(1935, p. 63, 164 *apud* DE LUCCA; DEZEM, 2018), são eles os documentos necessários para o exercício do direito literal e autônomo neles mencionados¹³⁵, conceito este incorporado pelo Código Civil em seu art. 887¹³⁶. Além disso, com o avanço tecnológico, a própria legislação (§ 3º do art. 889 do CC/2002¹³⁷) passou a prever documentos emitidos com base em caracteres criados em computador como títulos de crédito, desde que contenham a data de emissão, indicação precisa dos direitos que conferem e a assinatura do emitente (requisitos expressos no *caput* do art. 889 do CC/2002¹³⁸).

Os títulos de crédito podem ser classificados, ainda, em diversas categorias, não sendo pertinente a este trabalho, entretanto, definir cada uma delas. Tais categorias não serão objeto de enfrentamento por não se tratar de matéria determinante para o alcance do objetivo pretendido (verificação dos direitos dos cotistas minoritários). Citam-se, para fins de exemplificação, algumas das categorias de títulos mencionadas por De Lucca e Dezem (2018): em razão de sua origem (causais e abstratos), tipicidade (típicos e atípicos), conteúdo (sentido estrito e representativos), nacionalidade (nacionais e estrangeiros), completude (completos e incompletos), regularidade (regulares e irregulares) e utilidade (principais ou acessórios).

Já quanto a alínea “b”, é difícil chegar a um conceito preciso de valor mobiliário (LOBO, 2007), uma vez que a Lei n. 6.385/76 adotou dois critérios divergentes para fazê-lo: (i) serão aqueles enumerados pelos incisos I a VIII do art. 2º da referida Lei¹³⁹, tratando-se de rol exaustivo com pouca margem

¹³⁵ Quanto à literalidade, designa estritamente aquilo que está contido no texto inserido no documento, de forma rigorosa e clara. Quanto à autonomia, divide-se em dois aspectos: (i) inoponibilidade das exceções decorrentes de convenções realizadas fora do que está contido no título, em relação ao terceiro portador de boa-fé, e (ii) impossibilidade de oposição ao possuidor do título da falta de titularidade de quem o transferiu (DE LUCCA; DEZEM, 2018).

¹³⁶ “Art. 887. O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei” (BRASIL, 2002).

¹³⁷ “§ 3º O título poderá ser emitido a partir dos caracteres criados em computador ou meio técnico equivalente e que constem da escrituração do emitente, observados os requisitos mínimos previstos neste artigo” (BRASIL, 2002).

¹³⁸ “Art. 889. Deve o título de crédito conter a data da emissão, a indicação precisa dos direitos que confere, e a assinatura do emitente” (BRASIL, 2002).

¹³⁹ “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III – os certificados de depósito de valores mobiliários; IV – as cédulas de debêntures; V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI – as notas comerciais; VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes [...]” (BRASIL, 1976a).

interpretativa, e (ii) serão contratos de investimento coletivo que se enquadrem no texto do inciso IX do mesmo art. 2º¹⁴⁰, o que abre o conceito para interpretações utilizando termos abertos e que dependem de verificações dos casos concretos, como “investimento coletivo” e “esforço do empreendedor”. Enquanto a delimitação dos incisos I a VIII foi inspirada no Direito Francês, que traz um rol exaustivo de valores mobiliários, o inciso IX foi inspirado no Direito Americano, mais especificamente no *Howey Test* (EIZIRIK, 2001, p. 73).

Para fins de aquisição por parte de FIDC, portanto, é mais fácil identificar sua possibilidade no caso dos incisos I a VIII do art. 2º, devendo a análise de possibilidade de aquisição de contratos de investimento coletivo (inciso IX do mesmo artigo) ser realizada caso a caso¹⁴¹.

Avançando para a análise da alínea “c”, nota-se a existência de dois tipos de direitos creditórios: (i) certificados de recebíveis e (ii) outros valores mobiliários representativos de negócios jurídicos de securitização que não sejam lastreados em direitos creditórios não padronizados.

Os certificados de recebíveis são divididos em três tipos distintos: (i) Certificados de Recebíveis em geral; (ii) Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e (iii) Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA)¹⁴². Questiona-se a pertinência dessa alínea diante da previsão do art. 20 da Lei n. 14.430/2022¹⁴³, que atribui aos certificados de recebíveis a qualificação de “títulos de crédito”, que, por sua vez, já foram abarcados pela alínea “a”. Se são títulos de crédito, por decorrência lógica, também são direitos creditórios, não havendo necessidade de prevê-los novamente na alínea “c”.

¹⁴⁰ “Art. 2º: [...] IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (BRASIL, 1976a).

¹⁴¹ Um fator que pode auxiliar para verificar se um contrato de investimento coletivo é um valor mobiliário ou não é a investigação se há posicionamento prévio da CVM sobre o assunto.

¹⁴² Os Certificados de Recebíveis em geral são regulados primariamente pela Lei n. 14.430/2022 (BRASIL, 2022a). São títulos de crédito nominativos, emitidos de forma escritural, que constituem promessa de pagamento em dinheiro, sendo de emissão exclusiva de companhia securitizadora (art. 20). O CRI e o CRA tinham, anteriormente, sua regência ditada por leis específicas: Lei n. 9.514/1997 (BRASIL, 1997) e 11.076/2004 (BRASIL, 2004a), respectivamente. O cenário mudou com a publicação da Lei n. 14.430/2022 (BRASIL, 2022a), que passou a ser a norma legal aplicável a todos os tipos, sendo diferenciados dos certificados de recebíveis em geral, portanto, somente por sua destinação.

¹⁴³ “Art. 20. Os Certificados de Recebíveis são títulos de crédito nominativos, emitidos de forma escritural, de emissão exclusiva de companhia securitizadora, de livre negociação, constituem promessa de pagamento em dinheiro, preservada a possibilidade de dação em pagamento, e são títulos executivos extrajudiciais” (BRASIL, 2022a).

Os “outros valores mobiliários representativos de negócios jurídicos de securitização” podem ser, por exemplo, as debêntures¹⁴⁴ emitidas por companhias securitizadoras para captar recursos do público visando à aquisição de direitos creditórios. Nesse caso, os rendimentos auferidos com o deságio cobrado para aquisição dos direitos creditórios destinam-se a remunerar as debêntures subscritas pelos investidores, perfectibilizando, assim, a securitização desses direitos. Questiona-se, ainda, a menção expressa desses “outros valores mobiliários”, uma vez que a alínea “b” já considera todos os valores mobiliários como direitos creditórios. Em tese, não se enxerga necessidade nessa repetição textual.

A inclusão da alínea “d”, que retrata as cotas de FIDC, também é questionada, uma vez que o inciso V do art. 2º da Lei n. 6.385/1976¹⁴⁵ as classifica expressamente como valores mobiliários, que, por sua vez, já foram abarcados pela alínea “b”.

Conclui-se, após a análise das quatro alíneas, que a definição de direitos creditórios poderia ter sido simplificada pelo regulador para direitos e títulos representativos de crédito e valores mobiliários representativos de crédito.

Quanto aos direitos creditórios não padronizados, trata-se dos previstos no inciso XIII do art. 2º do Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022¹⁴⁶. São os direitos:

¹⁴⁴ Debêntures são valores mobiliários, emitidos pela companhia, que conferem aos seus subscritores um direito de crédito contra a própria companhia – art. 52 da Lei n. 6.404/1976 BRASIL, 1976b). Possui as características, portanto, de um contrato de mútuo em que a companhia é mutuária e o debenturista mutuante. Uma mesma companhia pode efetuar diversas emissões de debêntures e dividir cada uma delas em séries (art. 53 da Lei n. 6.404/1976), tendo os debenturistas de mesma série os mesmos direitos (parágrafo único do art. 53 da Lei n. 6.404/1976).

¹⁴⁵ “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos (BRASIL, 1976a).

¹⁴⁶ “XIII – direitos creditórios não-padronizados: direitos creditórios que possuam ao menos uma das seguintes características: a) estejam vencidos e pendentes de pagamento quando da cessão; b) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; c) resultem de ações judiciais ou procedimentos arbitrais em curso, constituam seu objeto de litígio, tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; d) a constituição ou validade jurídica da cessão para a classe de cotas seja considerada um fator preponderante de risco; e) o devedor ou coobrigado seja sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial; f) sejam cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial, ressalvado o disposto no inciso I do parágrafo único; g) sejam de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; h) derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco de direitos creditórios; ou i) cotas de FIDC que invistam nos direitos creditórios referidos nas alíneas

- a) que não estejam vencidos quando da celebração do contrato de cessão do crédito;
- b) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, bem como suas autarquias e fundações;
- c) que resultem de processos judiciais ou arbitrais em curso;
- d) que constituam objeto de litígio judicial ou arbitral;
- e) que tenham sido judicialmente penhorados;
- f) que tenham sido inseridos como garantia do pagamento de algum débito em uma relação obrigacional;
- g) cuja constituição ou validade jurídica da cessão seja considerada um fator preponderante de risco¹⁴⁷;
- h) cujo devedor ou coobrigado seja sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial, exceto se o plano de recuperação já se encontrar homologado pelo juízo recuperacional (independentemente do trânsito em julgado da decisão homologatória) e não sejam originados de compra e venda ou prestação de serviços para entrega de bens ou prestação futura¹⁴⁸;
- i) cuja existência seja futura e de montante desconhecido, desde que emergentes de negócios jurídicos já celebrados;
- j) constituídos por derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco de direitos creditórios;
- k) representados por cotas de FIDC que apliquem o seu patrimônio líquido nos direitos creditórios referidos por quaisquer das hipóteses elencadas acima.

acima” (BRASIL, 2022e).

¹⁴⁷ Há uma margem subjetiva nessa hipótese, pois o dispositivo normativo não estabelece parâmetros para definir o que seriam ou não “fatores preponderantes de risco”.

¹⁴⁸ “§ 1º Não são considerados direitos creditórios não-padronizados: I – direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, desde que cumulativamente atendam aos seguintes requisitos: a) não sejam originados por contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura; e b) a sociedade esteja sujeita a plano de recuperação homologado em juízo, independentemente do trânsito em julgado da homologação do plano de recuperação judicial ou extrajudicial [...]” (BRASIL, 2022e).

Trata-se de rol taxativo que lista hipóteses que envolvam maiores riscos de perda do patrimônio investido pelos cotistas. A aquisição de um direito creditório pelo fundo que seja originado de uma sociedade empresária em recuperação judicial cujo plano não se encontre homologado pelo juízo, por exemplo, configura-se um risco considerável de inadimplência, diante da incerteza de que o soerguimento da sociedade realmente ocorrerá. Da mesma forma são os direitos que constituam objeto de litígio judicial ou arbitral, em face da incerteza quanto à titularidade e à existência do crédito em questão anteriormente ao trânsito em julgado de sentença que atribua tal direito ao credor.

Delimitadas as normas regulatórias aplicáveis, instituições obrigatórias e facultativas, divisão interna e tipos de direitos passíveis de aplicação pelos FIDCs, avança-se para a visualização dos direitos conferidos aos seus cotistas.

3.3 Direitos dos cotistas de FIDC

Da análise do Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022, é possível listar quais são os direitos específicos dos cotistas de FIDC. Destacam-se, dessa análise, os seguintes direitos: amortização de cotas, resgate de cotas, voto em assembleia geral, remuneração de cotas, divulgação de informação aos cotistas e direitos em hipótese de liquidação dos fundos. O conteúdo de cada um dos direitos e o modo de seu exercício são analisados individualmente.

Após a demonstração de todos os direitos, será possível visualizar com maior precisão a ausência de proteção especial aos direitos dos cotistas minoritários na regulação da CVM, possibilitando, assim, a análise comparativa com a que é garantida aos acionistas minoritários de S.A.

3.3.1 Amortização de cotas

O direito de amortização, segundo o inciso III do art. 2º da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022¹⁴⁹, é o pagamento uniforme de parcela do valor de

¹⁴⁹ “III – amortização (de cotas): pagamento uniforme realizado a todos os cotistas de determinada classe ou subclasse, de parcela do valor de suas cotas, sem redução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o disposto no regulamento ou com

suas cotas, realizado a todos os cotistas de determinada classe ou subclasse, sem redução do número de cotas emitidas, efetuadas conforme disposições do regulamento ou deliberações da assembleia de cotistas.

Note-se, desde já, haver diferenças em relação ao direito de amortização previsto no § 2º do art. 44 da Lei das S.As., uma vez que esse último se trata da distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de valores que lhes seriam devidos no caso de liquidação da sociedade anônima¹⁵⁰. No caso das S.As. o direito se refere à uma antecipação do recebimento de valores sem a fixação obrigatória de uma periodicidade para tal, enquanto no caso dos FIDCs há previsão de uniformidade para esses pagamentos, tendo o regulamento liberdade para prever a forma de sua realização. Importante mencionar que a amortização não se confunde com a distribuição de rendimentos das cotas, conforme se extrai do inciso II do art. 13 do Anexo II da Resolução CVM n. 175/2022¹⁵¹.

Na Parte Geral, existem 13 menções à palavra “amortização”, 2 à “amortizações” e 1 à “amortizada”, totalizando 16 menções. No Anexo II, a proporção é de 11 para “amortização”, 1 para “amortizadas” e 1 para “amortizar”, totalizando 13 menções. Na soma, a Parte Geral e o Anexo II mencionam o direito em 29 locais diferentes, alcançando o rol previsto pela Tabela 1 do Apêndice A¹⁵². Em observância ao princípio da especialidade, foram excluídas da referida tabela as disposições sobre amortização previstas na Parte Geral que são conflitantes ou iguais às dispostas no Anexo II, em respeito ao disposto no *caput* e parágrafo único do art. 2º da Parte Geral¹⁵³. Além disso, foram

deliberação da assembleia de cotistas” (BRASIL, 2022e).

¹⁵⁰ “Art. 44 [...] § 2º A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia” (BRASIL, 1976b).

¹⁵¹ “Art. 13. A distribuição de cotas junto ao público em geral requer o cumprimento, cumulativo, dos seguintes requisitos: [...] II – o regulamento estipule um cronograma para amortização de cotas ou distribuição de rendimentos” (BRASIL, 2022e).

¹⁵² Tanto essa tabela, como todas as outras seguintes foram realizadas em função do elevado número de citações aos direitos na parte geral e Anexo II. Optou-se por redigir as tabelas por dois motivos: (i) facilitar a identificação do maior número possível de direitos previstos aos cotistas de FIDC de maneira organizada e sistematizada; (ii) evitar o carregamento excessivo do texto da dissertação, que já é permeado por diversos dispositivos normativos ao decorrer de seus capítulos.

¹⁵³ “Art. 2º As regras estabelecidas nesta parte geral da Resolução são aplicáveis a todas as categorias de fundos disciplinadas nesta Resolução, sem prejuízo das regras específicas dispostas nos Anexos Normativos, conforme o parágrafo único. Parágrafo único. As regras dispostas nesta parte geral da Resolução são complementadas pelas regras específicas aplicáveis a cada categoria de fundo, conforme dispostas nos Anexos Normativos e demais

excluídas as menções que citam as palavras acima, mas não dizem respeito ao direito de amortização de cotas em si.

3.3.2 Resgate de cotas

Conforme disposto na Nota de Rodapé n. 98, a Resolução não trouxe um conceito exato de resgate para FIDC, sendo aplicável o que foi demonstrado na referida nota de rodapé: trata-se do pagamento ao investidor do valor correspondente às suas cotas, retirando-as definitivamente de circulação. O texto é semelhante ao trazido pelo § 1º do art. 44 da Lei das S.As.¹⁵⁴, que também prevê o resgate de ações, retirando-as definitivamente de circulação, complementando somente que poderá ou não haver redução do capital social da S.A.

Na Parte Geral, existem 46 menções ao termo “resgate”, 17 a “resgates”, 3 a “resgatadas” e 2 a “resgatar”, totalizando 68 menções. No Anexo II a proporção é de 10 para “resgate”, 1 para “resgatadas” e 1 para “resgatar”, totalizando 12 menções. Na soma, a Parte Geral e o Anexo II mencionam o direito em 80 locais diferentes, chegando-se ao rol previsto pela Tabela 2 do Apêndice A. Foram observados os mesmos princípios mencionados quando da explicação da Tabela 1.

3.3.3 Voto em assembleia geral e especial

O direito de voto confere aos cotistas de determinada classe ou subclasse a prerrogativa de votar em deliberações levadas à assembleia geral de cotistas do fundo. Além disso, confere o mesmo direito em deliberações levadas à assembleia especial, destinada somente à classe, ou subclasse de cotas envolvida. O direito de voto em FIDCs foi regulado de maneira diferente pela Resolução CVM n. 175/2022, que revogou as disposições da ICVM n. 356/2001,

regulamentações aplicáveis, prevalecendo, em caso de conflito, a regra específica sobre a regra geral” (BRASIL, 2022e).

¹⁵⁴ “Art. 44 [...] § 1º O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes” (BRASIL, 1976b)

que anteriormente atribuíam um voto a cada cotista que tinha esse direito, independentemente da classe ou subclasse pertencente. A partir da entrada em vigor da Resolução, a atribuição foi realizada de maneira essencialmente distinta, por exemplo, da Lei das S.As., o que já leva a uma das primeiras conclusões desta pesquisa:

- a) Caso o regulamento do fundo confira direito a cada cotista de votar em assembleia, será conferido um número de votos representativo da sua participação no fundo ou classe, conforme o caso (§ 3º do art. 76 da Parte Geral da Resolução¹⁵⁵).
- b) Caso a classe possua subclasse de cotas, o regulamento do fundo deverá dispor sobre os votos atribuídos a cada subclasse na assembleia geral (*caput* do art. 28 do Anexo II da Resolução¹⁵⁶), o que confere liberdade para atribuir um número de votos menor a determinada subclasse em relação às demais.
- c) A soma das duas previsões anteriores (uma da Parte Geral e outra do Anexo II) abre margem a situações em que um cotista ou grupo de cotistas de uma subclasse que possua a maioria das cotas do FIDC não consiga assumir seu controle, em razão da possibilidade de limitação por meio do regulamento do número de votos conferidos a essa subclasse. Trata-se de diferença substancial em relação às S.As.¹⁵⁷, principalmente quando da verificação do poder de controle do FIDC. Tal previsão, que é exclusiva dessa categoria de fundo, confirma a hipótese de que o regulador de fato conferiu maior liberdade aos administradores e controladores dos FIDCs para fins de atribuição e mitigação de direitos de cotistas. Se há liberdade do regulamento em reduzir ou aumentar o número de votos de subclasses, o que pode alterar por completo a lógica de controle do fundo, não se mostra

¹⁵⁵ “Art. 76 [...] § 3º Sem prejuízo da possibilidade prevista no art. 5º, § 6º, para os efeitos de cômputo de quórum e manifestações de voto, na assembleia de cotistas a cada cotista cabe uma quantidade de votos representativa de sua participação no fundo, classe ou subclasse, conforme o caso” (BRASIL, 2022e).

¹⁵⁶ “Art. 28. Caso a classe possua subclasses de cotas, para fins de quórum em assembleia de cotistas, o regulamento do fundo deve dispor sobre os votos atribuídos a cada subclasse na assembleia” (BRASIL, 2022e).

¹⁵⁷ A previsão não se confunde, por exemplo, com o voto plural, que possui limitação de 10 votos por ação e regramento extenso para perpetuação do direito.

razoável a aplicação das disposições protetivas de minorias da Lei das S.As., sob pena de usurpação da liberdade conferida pelo próprio regulador a essa categoria. Aplicar a Lei das S.As. indistintamente a todo e qualquer FIDC seria, de fato, ignorar o complexo contexto normativo em que estão inseridos, que lhes confere estrutura administrativa e funcional essencialmente distinta das S.As. Importante frisar, por fim, que essa disposição se distingue daquela que rege o instituto do “voto plural” (já explicado no capítulo 4 deste trabalho), pois esse último possui limitações temporais e funcionais que conferem aos controladores de S.A. menor liberdade em relação aos de FIDC, quando da utilização do instituto.

- d) Por fim, ressalta-se a vedação ao direito a voto para cotistas que possuam interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse, ou na hipótese de deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade (incisos IV e V do art. 78 da Parte Geral¹⁵⁸). Trata-se de dispositivo inovador em relação às instruções revogadas, mas ainda com diferença em relação às S.As.: no caso dos fundos, cabe ao cotista declarar-se impedido de votar (§ 2º do art. 78 da Parte Geral¹⁵⁹), enquanto nas S.As. a diligência não é atribuída a nenhum participante da assembleia, havendo previsão de anulabilidade da decisão tomada em decorrência de voto de acionista que tenha interesse conflitante com o da companhia (§ 4º do art. 115 da Lei das S.As.¹⁶⁰).

¹⁵⁸ “Art. 78. Não podem votar nas assembleias de cotistas: [...] IV – o cotista que tenha interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse no que se refere à matéria em votação; V – o cotista, na hipótese de deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade” (BRASIL, 2022e).

¹⁵⁹ “Art. 78 [...] § 2º Previamente ao início das deliberações, cabe ao cotista de que trata o inciso IV do *caput* declarar à mesa seu impedimento para o exercício do direito de voto” (BRASIL, 2022e).

¹⁶⁰ “Art. 115 [...] § 4º A deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido” (BRASIL, 1976b).

Percebe-se, portanto, que as diferenças para a Lei das S/As. são substanciais, havendo um regramento muito mais robusto quando comparada com o regramento do direito de voto previsto nas normas da CVM sobre FIDC¹⁶¹.

Na Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022 existem 9 menções ao termo “voto”, 6 a “votar”, 4 a “votos”, 2 a “votação” e 1 a “votarem”, totalizando 22 menções. No Anexo II a proporção é de 1 para “votar” e 1 para “votos”, totalizando 2 menções. Na soma, a Parte Geral e o Anexo II mencionam o direito em 24 locais diferentes, chegando-se ao rol previsto na Tabela 3 do Apêndice A. Foram observados os mesmos princípios mencionados na explicação da Tabela 1.

3.3.4 Distribuição de rendimentos

O que a Resolução CVM n. 175/2022 denomina “distribuição de rendimentos” nada mais é do que a rentabilidade das cotas dos FIDCs. Trata-se do direito de incorporar ao valor de suas cotas os rendimentos auferidos pelo fundo de maneira proporcional ao seu número de cotas, após realizadas todas as deduções devidas¹⁶². Segundo o § 1º do art. 14 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022, o valor das cotas é mensurado diariamente e resulta da divisão do valor do patrimônio líquido da classe, pelo número de cotas da mesma classe. Assemelha-se à valorização do valor de mercado das ações em uma S.A de capital aberto, uma vez que ambas possuem poucas normas que preveem direitos ou restrições ao seu exercício. No caso do FIDC, o procedimento para “distribuição de rendimentos” aos cotistas ficará a cargo do Regulamento, Anexo Descritivo e/ou Apêndice (os últimos dois, se houver).

Na Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022, existem 2 menções ao termo “rendimento” e 1 a “rendimentos”, totalizando 3 menções. No Anexo II a

¹⁶¹ Algumas das principais diferenças são: somente acionistas titulares de ações ordinárias obrigatoriamente possuem direito a voto (art. 110); existência do instituto do voto plural (art. 110-A); regramento para voto de ações empenhadas e alienadas fiduciariamente (art. 113); regramento para voto de ações gravadas com usufruto (art. 114) e previsões expressas sobre situações que configuram abuso de direito de voto e conflito de interesses (art. 115).

¹⁶² Entende-se como “deduções devidas” os gastos listados nos incisos I a XIX do art. 117 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022, que são debitados diretamente do patrimônio do fundo ou da classe de cotas responsável, caso existente. Somam-se a essas despesas, ainda, as Taxas de Ingresso, Saída, Administração, Gestão e Performance, conforme disposto nos incisos XXXIII a XXXVI do art. 3º da Parte Geral c/c inciso XXIV do art. 2º do Anexo II da mesma Resolução.

proporção é de 1 para “rendimento” e 2 para “rendimentos”, totalizando 3 menções. Na soma, a Parte Geral e o Anexo II mencionam o direito em 6 locais diferentes, chegando-se ao rol previsto pela Tabela 4 do Apêndice A. Foram observados os mesmos princípios mencionados quando da explicação da Tabela 1.

3.3.5 Divulgação de informação aos cotistas

O direito à informação dos cotistas de FIDC decorre do dever de os prestadores de serviços essenciais do fundo praticarem determinados atos previstos nas normas reguladoras. O rol de informações e a maneira como devem ser divulgadas estão previstos na Resolução CVM n. 175/2022, com a finalidade de relatar aos cotistas fatos relevantes quanto à administração e à gestão do fundo. Um cotista informado tem o potencial de deliberar sobre os assuntos relativos ao fundo com mais segurança, uma vez que as informações divulgadas se referem, geralmente, ou a assuntos relacionados às atividades principais praticadas pelo fundo (cessão de crédito e emissão de cotas), ou ao próprio processo deliberativo por meio de assembleia geral ou especial. Conforme se observa a seguir, de fato a CVM buscou conferir maior liberdade aos administradores (e por consequência, aos controladores) para preverem sobre temas como direitos dos minoritários, em troca de um regime que confira ampla divulgação de informações aos cotistas. Trata-se do tema com maior número de menções na Resolução (com ampla margem de diferença), em comparação aos outros direitos analisados no subcapítulo 3.3.

Na Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022 existem 61 menções ao termo “informações”, 27 a “informação”, 10 a “informar”, 4 a “informando”, 2 a “informado”, 34 a “divulgação”, 12 a “divulgada”, 12 a “divulgar”, 5 a “divulgadas”, 2 a “divulgados”, 2 a “publicidade”, 1 a “publicamente”, 1 a “publicando”, 1 a “publicação”, 9 a “comunicação”, 5 a “comunicado”, 4 a “comunicar”, 3 a “comunicações” e 1 a “comunicada”, totalizando 135 menções. No Anexo II a proporção é de 34 para “informações”, 2 para “informação”, 1 para “informada”, 1 para “informar”, 1 para “informe”, 9 para “divulgação”, 1 para “divulgar”, 1 para “divulguem”, 1 para “comunicado” e 1 para “comunicar”, totalizando 52 menções. Na soma, a Parte Geral e o Anexo II mencionam o direito em 169 locais

diferentes, chegando-se ao rol previsto na Tabela 5 do Apêndice A. Foi observado o mesmo princípio mencionado quando da explicação da Tabela 1.

3.3.6 Direitos em hipótese de liquidação da classe

Trata-se do direito que os cotistas têm de partilhar o patrimônio da classe, caso haja sua liquidação. Tal direito se configura em uma proteção aos cotistas para evitar que os valores entregues quando da integralização das cotas subscritas não sejam perdidos. A norma estabelece requisitos mínimos que devem ser seguidos em caso de liquidação. Os procedimentos específicos a seguir para liquidação da classe de cotas atualmente serão definidos pelo Anexo Descritivo de cada uma delas.

Na Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022 existem 37 menções ao termo “liquidação”, 3 a “liquidante”, 2 a “liquidado”, 1 a “liquidada” e 1 a “liquidar”, totalizando 44 menções. No Anexo II, a proporção só aparece menções à palavra “liquidação”, totalizando 11. Na soma, a Parte Geral e o Anexo II mencionam o direito em 55 locais diferentes, chegando-se ao rol previsto na Tabela 6 do Apêndice A. Foram observados os mesmos princípios mencionados na explicação da Tabela 1.

3.4 Direitos dos cotistas minoritários de FIDC

Os direitos listados acima aplicam-se aos cotistas em geral, independentemente de serem majoritários (aqueles que possuem maioria das cotas com direito a voto) ou minoritários. Ao contrário do disposto na Lei n. 6.404/1976, que possui como um de seus objetivos básicos a proteção ao acionista minoritário, é possível verificar que a regulação da CVM não se ocupou de regramento especial tão extenso para cotistas minoritários.

Na Resolução CVM n. 175/2022, destacam-se quatro direitos atribuídos a cotistas minoritários:

- a) o direito do cotista ou grupo de cotistas de qualquer classe de cotas abertas e fechadas que detenha no mínimo 5% do total de cotas emitidos de convocar assembleia. A convocação e a realização da

- assembleia devem ser custeadas pelos requerentes, salvo se a assembleia convocada deliberar em contrário (*caput* e § 2º do art. 73);
- b) o direito do cotista ou grupo de cotistas de qualquer classe de cotas abertas e fechadas que detenha, no mínimo, 5% do patrimônio líquido do fundo a convocar imediatamente assembleia geral de cotistas para eleger um substituto, nos casos de descredenciamento ou renúncia do administrador (art. 108 da Parte Geral);
 - c) o direito de cotista de classe fechada ao reembolso, independentemente de seu número de cotas, em caso de divergência da deliberação de assembleia quanto à incorporação, cisão, fusão ou transformação da classe (inciso II do § 1º do art. 119 da Parte Geral);
 - d) o direito dos cotistas dissidentes de classe sênior aberta ou fechada de resgatarem suas cotas pelo valor delas nos eventos de liquidação antecipada da classe, no caso de decisão assemblear pela sua não liquidação (*caput* do art. 55 do Anexo II). Quanto aos titulares de cotas subordinadas mezanino e subordinadas, poderão fazê-lo desde que o índice de subordinação¹⁶³ não seja comprometido (parágrafo único do art. 55 do Anexo II).

Todos os quatro direitos listados são proteções específicas destinadas às minorias, e não direitos individuais dos cotistas em geral. Isso porque se referem a atos tomados em assembleia e aplicáveis aos dissidentes ou divergentes (que obviamente são minoria em votação), e não a condições individuais dos cotistas.

O primeiro deles se refere a uma porcentagem de minoritários em classes de cotas que têm o poder de convocar assembleia, mesmo não detendo maioria das subscrições de cotas, o que lhes dá oportunidade de convocar a classe para deliberar sobre determinados temas em momentos que julgar adequado. Esse direito possui uma limitação considerável, pois o § 2º do art. 73 da Parte Geral determina que a convocação e a realização da assembleia serão custeadas pelos requerentes, a não ser que a assembleia delibere o contrário. Logo, os cotistas minoritários poderão fazê-lo, mas terão, provavelmente, de arcar com os

¹⁶³ Segundo redação do inciso XV do art. 2º do Anexo II, trata-se da relação mínima que deve ser observada entre o valor de uma subclasse de cotas subordinadas ou subordinadas mezanino e o patrimônio líquido da classe.

custos financeiros para tal.

O segundo se assemelha ao primeiro quanto à porcentagem de participação necessária para seu exercício, mas se diferencia quanto ao grupo de referência: enquanto o primeiro toma como base as classes de cotas, o segundo utiliza o patrimônio líquido total do fundo. Logo, trata-se de minoritários em relação a todo o FIDC, que possuem o direito de convocar assembleia geral do fundo para eleger um substituto para o administrador, em caso de descredenciamento ou renúncia.

O terceiro trata-se da hipótese em que os cotistas que discordarem da deliberação tomada pela maioria quanto à incorporação, cisão, fusão ou transformação¹⁶⁴ de classe fechada peçam o reembolso de suas cotas, independentemente do número de cotas subscritas. Esse direito específico confere oportunidade aos minoritários de saírem de classes fechadas caso julguem que o movimento de incorporar, cindir, transformar ou se fundir com outra classe seja prejudicial à sua posição como cotista.

O quarto se refere aos cotistas de qualquer classe, abertas e fechadas, que discordarem da decisão assemblear de não liquidar a classe, diante da ocorrência de um evento de liquidação¹⁶⁵ que tenha levado à convocação dessa assembleia. Nessa hipótese, aqueles cotistas que discordarem da decisão tomada (minoría) poderão solicitar o resgate de suas cotas mesmo antes do prazo definido em regulamento ou anexo, por considerarem que a continuidade da classe pode ser prejudicial ao seu patrimônio investido. Todos os quatro direitos foram listados na Tabela 7, constante do Apêndice A.

No próximo capítulo são abordados os direitos dos acionistas minoritários de S.A, oportunidade em que será possível verificar que o regramento da Lei n. 6.404/1976 confere proteção especial aos minoritários que não possuem previsão no regramento das normas regulatórias expedidas pela CVM em caso de FIDC.

¹⁶⁴ A transformação se dá entre categorias de fundos, conforme redação dos arts. 120 e 121 da Parte Geral da resolução CVM n. 175/2022 (BRASIL, 2022). Um FIDC pode, por exemplo, transformar-se em FIF, desde que faça as alterações necessárias, conforme previsto nos arts. 119 a 121 da Parte Geral da referida resolução, em seus dispositivos que tratam dos FIFs (mais especificamente o Anexo I).

¹⁶⁵ O regulamento de FIDC, diferentemente das outras categorias de fundo, deve listar quais são os “eventos de liquidação”, conforme redação do inciso IX do art. 20 do Anexo II da Resolução CVM 175/2022. Entende-se como tais aqueles capazes de impactar a continuidade das atividades da classe de cotas.

4 O REGIME JURÍDICO DE PROTEÇÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO DE S.A.

As sociedades anônimas (S.As.), ou companhias, são sociedades empresárias que têm o capital dividido em ações, sendo a responsabilidade dos sócios ou acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas (art. 1º da Lei das S.As.¹⁶⁶). As S.As. podem ser abertas ou fechadas, conforme seus valores mobiliários estejam ou não admitidos a negociação no mercado de valores mobiliários (art. 4º¹⁶⁷). Para que as ações sejam negociadas nesse mercado, é imprescindível o registro da própria companhia e de cada uma das distribuições públicas na CVM (§§ 1º e 2º do art. 4º¹⁶⁸).

As ações que formam o seu capital social poderão ser integralizadas com contribuições em dinheiro ou por meio de qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro (art. 7º¹⁶⁹) e podem ser da espécie ordinária, preferencial ou de fruição (art. 15¹⁷⁰). As preferenciais podem ser emitidas sem direito a voto, ou com restrições ao exercício desse direito, e, caso o sejam, não podem ultrapassar 50% do total de emissões. Tais espécies de ações asseguram aos titulares vantagens políticas ou patrimoniais. As ordinárias sempre conferem direito a voto (art. 110¹⁷¹), ao passo que as ações de fruição correspondem a qualquer das duas espécies mencionadas anteriormente e que tenham sido amortizadas (§ 5º do art. 44¹⁷²).

¹⁶⁶ “Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas” (BRASIL, 1976b).

¹⁶⁷ “Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 1976b).

¹⁶⁸ “§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 1976c).

¹⁶⁹ “Art. 7º O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro” (BRASIL, 1976b).

¹⁷⁰ Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição” (BRASIL, 1976b).

¹⁷¹ “Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral (BRASIL, 1976b).

¹⁷² “§ 5º As ações integralmente amortizadas poderão ser substituídas por ações de fruição, com as restrições fixadas pelo estatuto ou pela assembleia-geral que deliberar a amortização; em qualquer caso, ocorrendo liquidação da companhia, as ações amortizadas só concorrerão ao acervo líquido depois de assegurado às ações não a amortizadas valor igual ao da

As ações de uma mesma espécie podem ser divididas, ainda, em classes (§ 1º do art. 15¹⁷³). As preferenciais poderão ser de classes diversas, tanto em companhias fechadas quanto em abertas, de acordo com suas vantagens e preferências. Já as ordinárias somente poderão se dividir em classes em companhias fechadas (art. 16¹⁷⁴).

As ações podem, por fim, ser emitidas na forma nominativa (art. 20¹⁷⁵) registrada ou escritural. As registradas são aquelas cuja titularidade se adquire ou se transfere por meio do registro do nome do adquirente no livro próprio da S.A. A escritural é aquela cuja titularidade se adquire ou se transfere por meio de registro de crédito e débito em conta de investimento aberta pelo adquirente, cuja prova usualmente se faz por meio de extrato de movimentação de conta fornecido pelo custodiante (art. 35¹⁷⁶).

A norma interna da companhia de maior hierarquia é o estatuto social, no qual, dentre outros assuntos, deve-se delimitar o objeto social (§ 2º do art. 1º¹⁷⁷), o valor do capital social (art. 5º¹⁷⁸), o número de ações em que se divide, a espécie, os direitos dos acionistas que conferem e se terão valor nominal¹⁷⁹ ou não (art. 11¹⁸⁰).

Quanto à natureza jurídica, tendo em vista as expressivas diferenças entre as S.As. abertas e fechadas¹⁸¹, há quem defenda a existência de duas naturezas diversas: enquanto a companhia aberta seria marcada por uma natureza institucional, a fechada possuiria viés contratual (COMPARATO, 1978, p. 90-91).

amortização, corrigido monetariamente” (BRASIL, 1976b).

¹⁷³ “§ 1º As ações ordinárias e preferenciais poderão ser de uma ou mais classes, observado, no caso das ordinárias, o disposto nos arts. 16, 16-A e 110-A desta Lei” (BRASIL, 1976b).

¹⁷⁴ “Art. 16. As ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas, em função de: [...]” (BRASIL, 1976b).

¹⁷⁵ “Art. 20. As ações devem ser nominativas” (BRASIL, 1976b).

¹⁷⁶ “Art. 35. A propriedade da ação escritural presume-se pelo registro na conta de depósito das ações, aberta em nome do acionista nos livros da instituição depositária (BRASIL, 1976c).

¹⁷⁷ “§ 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo” (BRASIL, 1976c).

¹⁷⁸ Art. 5º O estatuto da companhia fixará o valor do capital social, expresso em moeda nacional” (BRASIL, 1976b).

¹⁷⁹ O valor nominal determina a parte do preço de emissão da ação que deve ser apropriada ao capital social. Apesar de muitas vezes o valor nominal da ação se confundir com seu valor de emissão, há alguns casos em que os valores não se equalizam, principalmente nos casos em que a companhia exige um ágio além do valor de emissão para sua subscrição (CAVALCANTI, 1976, p. 67).

¹⁸⁰ “Art. 11. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal” (BRASIL, 1976b).

¹⁸¹ Comparato (1978, p. 90) enumerou 21 disposições específicas que diferenciam os dois tipos de companhia.

Há, também, quem defenda que ambas são espécies societárias de natureza híbrida, isto é, configuram-se tanto como instituições (voltadas para a construção de um bem comum) decorrentes da celebração de negócio jurídico, quanto de contratos, cujas formações e efeitos são regulados com base em certa autonomia da vontade dos fundadores e nos interesses de seus integrantes (REQUIÃO, 2012, p. 26).

Discorda-se, contudo, dos dois últimos posicionamentos, uma que vez que os atos de criação de uma S.A. não se conformam com a definição de contrato¹⁸², o que afastaria sua natureza híbrida. Isso porque a gênese de uma S.A., seja aberta ou fechada, decorre de uma série de atos solenes, formando um procedimento específico desprovido de bases contratuais. Não há contrato de sociedade, mas deliberações dos participantes em etapas concatenadas para que, ao final, surja uma companhia.

Trata-se, de fato, de uma instituição dotada de capacidade para assumir deveres e exigir o cumprimento de seus direitos, independentemente de ser do tipo aberta ou fechada. Justifica-se a natureza institucional também pelo fato de que, por não haver base contratual, os vínculos jurídicos são estabelecidos pela lei, que determina seu modo de constituição, funcionamento, competência dos órgãos que compõem sua estrutura e a participação do(s) acionista(s).

Quanto ao(s) acionista(s), a lei lhe(s) confere a possibilidade de existência tanto de sociedades compostas por um único sócio, como por vários. Havendo pluralidade de acionistas, surge, também, a possibilidade de identificação de um grupo controlador, abrindo margem para a ocorrência de atos potencialmente abusivos em face dos acionistas minoritários. A respeito dessas companhias é que as normas de proteção minoritária tratam com mais firmeza, de modo a conferir maior atratividade perante o público em geral.

A Lei das S.As. atribuiu a esse grupo proteções especiais contra eventuais atos abusivos dos majoritários, sob a promessa original de um sistema que lhes assegurasse regras definitivas e equitativas. Houve, para isso, o estabelecimento de normas relacionadas a temas como: direito de informação, participação em órgãos de administração, conflito de interesses, emissão de ações e destinação de lucros (BRASIL, 1976c).

¹⁸² Cf. nota de rodapé n. 91.

Na Exposição de Motivos da referida lei, há menção de que o projeto visou criar uma estrutura jurídica que fortalecesse o mercado de capitais de risco, procurando assegurar atrativos suficientes de segurança e rentabilidade ao minoritário (BRASIL, 1976c). Foi criado, assim, regime jurídico que tentou conferir proteção a essa classe em face de determinadas situações objetivas e eventuais atos praticados por majoritários.

Diante disso, para entender o que a Lei das S.As. buscou proteger, primeiramente demonstrou-se quem são os acionistas minoritários e por que assim foram denominados. Em seguida, foram investigadas as proteções conferidas a essa classe, bem como o motivo de merecerem esse tratamento especial. As investigações foram realizadas com base em referências bibliográficas e regulatórias.

4.1 Conceitos de minoria e maioria

Para início da demonstração pretendida, importante frisar que neste trabalho não se pretendeu estabelecer conceitos fechados para minoria e maioria, uma vez que os conceitos são instrumentos “perfectíveis e provisórios” (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 106), sempre influenciados pela constante evolução histórica da vida em sociedade. Por não haver, assim, conceitos puros e imutáveis em ciências sociais, chega-se à primeira premissa deste item: os conceitos demonstrados a seguir devem ser vistos como parte da construção histórica das maiorias e minorias no contexto das sociedades anônimas, nada impedindo que, dentro de algum tempo, sejam revistos ou até mesmo refutados.

Estabelecida tal premissa, pode-se afirmar, por raciocínio lógico, que o ponto de partida para essa construção é o da obrigatoriedade do elemento da pluralidade. Para que se afirme que, em uma comparação quantitativa qualquer, haja superioridade de um sujeito ou grupo de sujeitos em face de outro, deve-se presumir que exista mais de um sujeito que sirva como parâmetro para a análise. Considerando o contexto de acionistas de S.A., o raciocínio desenvolvido neste item deve tomar também como premissa a existência de uma pluralidade de acionistas. Afasta-se dessa investigação, por conseguinte, as sociedades

compostas por somente um acionista¹⁸³.

Postas as duas premissas básicas, o raciocínio começa a ser construído tomando por referência os conceitos de minoria e maioria conforme definições trazidas por dicionários (MINORIA, 2023a; MINORIA, 2023b), que os dividem em duas vertentes: uma que considera a minoria como uma simples inferioridade numérica em relação à maioria e outra como um conjunto de pessoas que representam uma minoria discordante em um órgão específico – por exemplo, uma assembleia ou um conselho. São situações distintas: no primeiro, trata-se de mera inferioridade numérica. No segundo, trata-se de uma inferioridade discordante em determinado órgão.

Como o objetivo é a verificação do regime jurídico de proteção do sócio minoritário de S.A., é prudente considerar os conceitos de minoria e maioria conforme a segunda vertente lexicológica apresentada acima. A minoria em uma S.A., sob tal vertente, seria considerada somente em relação àqueles sujeitos que não possuem quantidade suficiente para alterar os rumos das votações assembleares. A maioria, por decorrência lógica, seriam aqueles sujeitos capazes de formar quórum para deliberar em nome dela.

Os conceitos do parágrafo acima, no entanto, não abarcam uma questão fundamental levantada por alguns juristas como Comparato e Salomão Filho (2005, p. 39) e Martes (2014, p. 94): a participação regular nas decisões levadas a votação nas assembleias¹⁸⁴. Não basta ser maioria em potencial. Para que se afirme que um grupo é majoritário, há que se verificar o exercício do seu direito de voto de maneira contumaz, capaz de controlar os rumos da companhia.

Tais conceitos estão refletidos na Lei das S.As., em seu art. 116¹⁸⁵, ao

¹⁸³ Não se nega, entretanto, a existência de sociedades anônimas compostas por acionistas únicos. Esses casos não foram tratados por não serem impactados pelo tema discutido neste estudo.

¹⁸⁴ Bulgarelli (1998, p. 40-41), por sua vez, considera conceitos muito próximos à lexicologia: para ele minoria seria o acionista ou conjunto de acionistas que, na assembleia geral, possui participação no capital social inferior àquela de um grupo oposto. Não se trata de um tipo especial de acionista para o jurista, mas sim de uma posição (eventual ou não) em relação a outro grupo, que é o de majoritários. Neste trabalho não se adotou visão semelhante à de Bulgarelli, uma vez que se considera como fundamental a participação regular do grupo com direito a voto para que faça parte de uma maioria ou minoria controladora.

¹⁸⁵ “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” (BRASIL, 1976b).

definir o acionista controlador como o sujeito, ou grupo de sujeitos, que é titular de direitos que lhe assegurem, de modo permanente: a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral; o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e usá-los para dirigir as atividades sociais, orientando o funcionamento da companhia.

Considere-se, ainda, a recente inclusão, por meio da Lei n. 14.195/2021, do art. 110-A¹⁸⁶ na Lei das S.As., prevendo a possibilidade de criação de uma ou mais classes de ações que confirmam aos seus titulares voto plural não superior a dez votos por ação ordinária. A criação dessas classes dependerá do voto favorável de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e metade, no mínimo, das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito¹⁸⁷. O direito a voto plural será válido por sete anos, prorrogável por qualquer prazo (§ 7º do art. 110-A¹⁸⁸), a depender do cumprimento de determinadas condições, o que confere aos detentores da maioria controladora a possibilidade de perpetuação do direito.

A existência do voto plural em S.A. reforça ainda mais o conceito de maioria que não leva em consideração tão somente o número de propriedade de ações com direito a voto, sendo o poder de controle conferido a um acionista ou grupo de acionistas, por conseguinte, mais relevante que a propriedade das ações em si.

Conclui-se, assim, que os conceitos de maioria e minoria em uma S.A. estão intimamente ligados ao poder de controle, sendo esse o elemento que diferencia os conceitos lexicológicos dos jurídico-empresariais que serão tomados como referência nesta pesquisa. A identificação de maioria e minoria no contexto das S.As transcende a questão numérica, devendo ser verificada de acordo com dados objetivos que indiquem o número de votos que o acionista

¹⁸⁶ “Art. 110-A. É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária: I – na companhia fechada; e II – na companhia aberta, desde que a criação da classe ocorra previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários” (BRASIL, 1976b).

¹⁸⁷ “Art. 110-A [...] § 1º A criação de classe de ações ordinárias com atribuição do voto plural depende do voto favorável de acionistas que representem: I – metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto; e II – metade, no mínimo, das ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, se emitidas, reunidas em assembleia especial convocada e instalada com as formalidades desta Lei “(BRASIL, 1976b).

¹⁸⁸ “§ 7º O voto plural atribuído às ações ordinárias terá prazo de vigência inicial de até 7 (sete) anos, prorrogável por qualquer prazo, desde que: [...]” (BRASIL, 1976b).

possui e sua participação efetiva nas deliberações da companhia.

Uma análise aprofundada do tema das maiorias e minorias em SA., portanto, deve, necessariamente, enfrentar o poder de controle, demonstrando do que se trata, quais as suas modalidades e como ele é exercido na realidade das companhias brasileiras.

4.2 O poder de controle nas S.As.

O tema do poder de controle em S.A. entrou em voga, principalmente, no período da revolução industrial (séculos XVIII e XIX), quando foi possível observar o crescimento de uma tendência entre as sociedades: a identificação de dois grupos de sócios, um deles formado por investidores capitalistas e outro por empresários que representam o núcleo de poder decisório (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 107).

O conceito de poder de controle até hoje é marcado por essa dualidade. A própria maneira pela qual a Lei das S.As. dividiu a possibilidade de aquisição de ações leva a essa divisão¹⁸⁹, propiciando que os sujeitos que não se interessam pelo poder de controle adquiram as ações preferenciais¹⁹⁰ e os aspirantes a controladores, as ações ordinárias. Segundo Berle e Means¹⁹¹, essa divisão não é nova, pois a estrutura acionária de uma S.A se mostrava, já na

¹⁸⁹ Segundo o texto do art. 15 da Lei das S.As., as ações são divididas entre ordinárias, preferenciais ou de fruição. O §2º do mesmo artigo prevê que as ações preferenciais podem ser emitidas sem direito a voto, ou com restrições a esse direito, não podendo ultrapassar 50% do total de ações emitidas. Estas ações asseguram aos seus titulares vantagens de natureza política ou patrimonial, por isso geralmente são adquiridas por acionistas “rendeiros”. Já as ações ordinárias possuem necessariamente direito a voto, conforme redação do art. 110 da mesma lei. Essas são as ações de interesse dos controladores, uma vez que conferem o direito de participar ativamente dos pleitos levados à Assembleia Geral, órgão máximo deliberativo das companhias. Já as de fruição são aquelas que são conferidas aos acionistas de qualquer das duas classes anteriores que tenham feito a amortização integral de suas ações, conforme texto do §5º do art. 44 da Lei das S.A. A esses últimos poderá haver restrições aos seus direitos após a transformação em ações de fruição, por meio de previsão estatutária ou deliberação da assembleia geral (BRASIL, 1976b).

¹⁹⁰ Isso não quer dizer, entretanto, que todos os proprietários de ações ordinárias são controladores em potencial, uma vez que não há obrigatoriedade de comparecimento nas assembleias gerais.

¹⁹¹ A obra de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, intitulada *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*, foi publicada em sua primeira versão em 1932 e teve influência direta no desenvolvimento da teoria econômica e jurídica, bem como na redação das leis que criaram a Securities and Exchange Commission, órgão regulador estadunidense que equivale à nossa CVM (BERLE; MEANS, 1984, p. 3). Trata-se de obra referenciada por importantes pesquisas que tratam sobre o poder de controle nas S.As. (por exemplo, COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008), sendo uma referência central para o estudo do tema.

década de 1930, propícia à separação entre a “propriedade da riqueza sem um controle apreciável e controle da riqueza sem uma propriedade apreciável” (BERLE; MEANS, 1984, p. 85). O controle, segundo os autores, é um poder independente da propriedade, de um lado, e da administração, de outro, o que leva à conclusão de se tratar esse poder de instituto consideravelmente mais abrangente do que os conceitos de “maioria” e “minoría”. Isso se dá, justamente, pelo fato de o controle não se encerrar na propriedade acionária, estendendo suas possibilidades a outras situações que extrapolam o simples direito a voto dela decorrente.

Considerando o caso específico do Brasil, o controle interno de uma S.A foi imaginado para ser exercido por meio da assembleia geral, órgão deliberativo a que a lei confere possibilidade de controlar não apenas as decisões colocadas em pauta, como também a composição de sua administração, conforme o texto do inciso II do art. 122 da Lei das S.As.¹⁹². O acionista (ou grupo de acionistas) que formar maioria nas votações de assembleia geral de maneira regular, em tese, terá o poder de eleger os administradores da companhia e controlar seus rumos conforme seus próprios critérios. Terá o poder, ainda, de alterar o estatuto social, caso identifique alguma objeção ao exercício do controle efetivo da companhia, segundo previsão do inciso I do art. 122 da Lei das S.As.¹⁹³.

O poder de controle, entretanto, não é exercido tão somente da maneira explicitada acima, pois tratam-se as companhias – tanto abertas quanto fechadas – de sujeitos complexos, cuja atuação é influenciada por diversos fatores internos e externos. Por essa razão, Berle e Means (1984, p. 85-86) dividiram-no em cinco tipos distintos: 1) controle por meio da propriedade quase total de ações com direito a voto; 2) controle majoritário; 3) controle por meio de um mecanismo legal sem propriedade majoritária; 4) controle minoritário e 5) controle administrativo.

Quanto ao controle por meio da propriedade quase total (primeiro tipo de controle), descreveram-no como aquele em que um único indivíduo, ou um pequeno grupo, possui todas ou quase todas as ações com direito de votar em

¹⁹² “Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral: [...] II – eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142” (BRASIL, 1976b).

¹⁹³ “Art. 122. Compete privativamente à assembleia-geral: I – reformar o estatuto social” (BRASIL, 1976b).

assembleia e eleger e destituir administradores (BERLE; MEANS, 1984, p. 86). Comparato e Salomão Filho (2008, p. 39) tecem críticas quanto a essa definição de Berle e Means, pois, no caso hipotético de um único indivíduo possuir a totalidade das ações com direito a voto, não haveria nenhum interesse interno a ser levado em conta além do externado pelo titular único do capital social. Não haveria sentido estabelecer regras para regular conflitos de interesses, diante da impossibilidade de acontecerem. Além disso, nos casos em que há um sujeito, ou grupo de sujeitos, que possui parte ínfima do capital social, essa parte já lhe(s) confere direitos típicos dos acionistas minoritários – por exemplo, a preferência na subscrição de novas ações e o pedido de adiamento e interrupção de prazo para convocação de assembleia geral (incisos I e II do § 5º do art. 124 da Lei das S.As.¹⁹⁴). Logo, não parece razoável inserir as companhias com acionista único no mesmo patamar das companhias com ínfima dispersão acionária, uma vez que nesta última o conflito de interesses e os direitos dos minoritários são temas que influenciarão no controle da sociedade.

Quanto ao controle majoritário (segundo tipo de controle), trata-se da hipótese em que um sujeito, ou um grupo de sujeitos, detenha mais que a metade das ações com direito a voto (BERLE; MEANS, 1984, p. 86-87). Como nesses casos há uma minoria votante, a legislação lhe confere direitos e proteções especiais, conforme citado no parágrafo anterior. Berle e Means (1984, p. 87) já afirmavam àquela época, contudo, que esse tipo de controle era cada vez menos usual, por ser muito dispendioso ao controlador majoritário. A evidência demonstrada pelos autores é de que frequentemente o controle é exercido por sujeitos que não detêm maioria do capital votante.

Quanto ao controle por meio de mecanismos legais sem propriedade majoritária (terceiro tipo de controle), os exemplos utilizados pelos autores foram:

¹⁹⁴ “§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia: I – determinar, fundamentadamente, o adiamento de assembleia geral por até 30 (trinta) dias, em caso de insuficiência de informações necessárias para a deliberação, contado o prazo da data em que as informações completas forem colocadas à disposição dos acionistas; e II – interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares” (BRASIL, 1976b)

o controle piramidal por meio de *Holdings*¹⁹⁵; emissão de ações sem direito a voto¹⁹⁶; emissão de ações com limitação ao direito a voto¹⁹⁷ e o voto por procuração. Segundo Comparato e Salomão Filho (2008, p. 47), somente o voto por procuração pode ser diferenciado das demais espécies de controle, por ser o único capaz de dissociar direitos de vários titulares sobre um mesmo objeto. Pelo fato de o outorgado na procuração não ser um proprietário de ações, ele exerce, de fato, o controle sem propriedade.

Quanto ao controle minoritário (quarto tipo de controle), afirmam Berle e Means (1984, p. 93-94) que pode ocorrer quando um indivíduo, ou pequeno grupo, detém participação em ações suficiente para estar em condições de controlar uma sociedade, configurando-se uma espécie de “controle operacional”. Os autores vinculam esse controle minoritário a uma estratégia desses acionistas a convencer outros a lhes outorgarem procurações em quantidade suficiente para que, juntos, possam controlar a empresa.

Os autores citam um caso clássico da década de 1930, quando o grupo Rockefeller, detentor de 14,9% das ações da Standard Oil Company of Indiana, indis pôs-se com o coronel Stewart, à época presidente do Conselho de Administração da companhia estadunidense. Após desentendimentos por questões administrativas, ambos travaram espécie de batalha por procurações dos demais acionistas, tendo gastos consideráveis na tentativa de se comunicarem com todos para convencê-los a outorgar procurações para o exercício do direito a voto (somente de empregados acionistas, a companhia possuía o número expressivo de 16 mil no total). Ao final, venceu o grupo Rockefeller, que conseguiu, aproximadamente, 59% dos votos, permanecendo com o poder de controle mesmo com participação bem inferior à metade do

¹⁹⁵ As *holdings* são sociedades empresárias criadas para controlar outras sociedades. O controle piramidal se dá por meio de aquisição de maioria das ações de uma empresa que, por sua vez, detém a maioria das ações de outra. O acionista majoritário da *holding*, assim, pode adquirir as ações de várias sociedades que sejam acionistas da companhia que deseja controlar ao final. Trata-se de um meio de aquisição indireta de ações, pois a *holding* controlará a companhia por meio de outras sociedades, essas últimas, sim, proprietárias de ações.

¹⁹⁶ Ao tentar aumentar o número de ações sem direito a voto, limita-se as ações com esse direito a um número proporcionalmente pequeno em relação ao capital social total. O objetivo é formar maior parte do capital social com capital não votante, para controlá-la mesmo sem deter participação majoritária.

¹⁹⁷ Trata-se de mecanismo semelhante ao anterior, que, em vez de emitir ações sem direito a voto, as emite com esse direito limitado a condições exclusivas.

capital votante. Os gastos excessivos que os dois grupos tiveram e a publicidade que o caso atraiu o tornaram uma referência de disputa por controle minoritário para os autores (BERLE; MEANS, p. 92-94).

Por fim, quanto ao controle administrativo (quinto tipo de controle)¹⁹⁸, trata-se dos casos em que há extrema dispersão acionária, não havendo sequer interesse de qualquer indivíduo ou grupo em controlar os negócios da sociedade. Citam os autores que nos casos em que o maior interesse isolado representa, no máximo, 1% do capital votante, nenhum dos acionistas estará em condições de, apenas por meio de sua participação, fazer pressões consideráveis sobre a administração ou utilizar seu capital para acumular votos suficientes para assumir o controle (BERLE; MEANS, p. 95).

Nessas situações, os acionistas ficam restritos a três opções: votar, não votar ou transferir seus votos a indivíduos que não detêm participação acionária e de cuja escolha não participaram. Caso optem por votar, terão os acionistas certeza de que sua participação acionária não influenciará em praticamente nada quanto às deliberações a tomar. Caso não votem, renunciarão a seu direito e, conseqüentemente, convalidarão as decisões desses controladores que não detêm participação acionária. Não restam muitas opções além de outorgar procuração a esses indivíduos, a não ser que disponham de tempo e capital suficiente para convencer acionistas a outorgar procurações suficientes para assumir o controle, o que pode ser, de fato, dispendioso.

Os “indivíduos” citados no parágrafo anterior formam um órgão chamado “comitê de procuradores”, eleito pela administração e responsável por eleger os diretores da companhia. Como são os próprios administradores que elegem o comitê, a probabilidade de criarem mecanismos de autopropetuação é grande, sendo esse fator indelével uma característica marcante do controle administrativo. Caso haja comitê de procuradores formado nessas companhias, a probabilidade de que possuam outorga de maioria dos acionistas para

¹⁹⁸ Importante frisar que tanto no caso do controle administrativo quanto no controle minoritário, há tendência de inclusão das conhecidas “*poison pills* brasileiras” nos estatutos sociais. As *poison pills* brasileiras são cláusulas estatutárias que indicam determinado percentual acionário que, ao ser transferido a outra pessoa, vincula sua compra à realização de oferta pública de todas as ações da companhia. Essas cláusulas têm como objetivo desincentivar a aquisição de número expressivo de ações por uma determinada pessoa ou grupo, mantendo assim a estabilidade de acionistas que não detêm mais de 50% do capital votante (CARVALHOSA, 2009, p. 23). Trata-se de estratégia para a perpetuação do status de controlador.

exercício do direito a voto também é grande. Resta configurado, assim, uma forma de controlar a sociedade somente por meio de seus órgãos administrativos, o que ocasiona um esvaziamento da assembleia e dos assuntos que lhe são destinados.

A classificação de Berle e Means (1984), entretanto, aparenta restringir-se ao controle interno, modalidade que trata do poder dos acionistas, ou de pessoas que possuam poderes de exercer o direito a voto. Destaque-se, portanto, modalidades de controle externo aos agentes componentes da estrutura das S.As. (COMPARATO; SALOMÃO FILHO, 2008, p. 69; EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 509). Trata-se de poder exercido por:

- (i) credores que, em razão de seu elevado direito de crédito (que pode levar até ao pedido de falência da sociedade, em caso de inadimplência), passam a dirigir a atividade empresarial. É o caso, por exemplo, de instituições financeiras que vinculam o oferecimento de crédito ao fato de o conjunto de ações de controle da companhia ser colocado em garantia do contrato bancário de mútuo. É o mesmo caso das debêntures com previsão de conversão em participação acionária;
- (ii) fornecedores¹⁹⁹ em situação de oligopólio ou monopólio. São os casos em que um, ou poucos fornecedores, representam parcela considerável das compras ou serviços tomados pela S.A., de maneira que a saída dele(s) representaria impacto que dificilmente possibilitaria a continuidade das atividades empresariais, diante da escassez de novos fornecedores no mercado;
- (iii) franqueadores em relação aos franqueados. Nessas situações, reguladas pela Lei n. 13.966/2019 (BRASIL, 2019c), há autorização contratual do primeiro em relação ao segundo para utilização de marcas e outros objetos de propriedade intelectual, desde que associados ao direito de produção ou distribuição de produtos ou serviços, bem como ao uso de métodos e sistemas de implantação e administração do negócio ou sistema operacional desenvolvido

¹⁹⁹ Entende-se como fornecedores aqueles que vendem mercadorias ou prestam serviços à S.A.

pelo franqueador, mediante remuneração (art. 1º²⁰⁰). Nessas situações, o franqueador detém os métodos de produção e dita a maneira como o franqueado desenvolverá suas atividades;

- (iv) compradores em situação de oligopsônio ou monopósônio. Configuram-se situações inversas ao oligopólio e monopólio, respectivamente. Há, nesses casos, um ou poucos compradores e tomadores de serviços da S.A.

Nesses casos, o controle sobre a sociedade empresarial não decorre de previsões da Lei das S.As., o que levou, por exemplo, a Terceira Turma do STJ, no julgamento do Recurso Especial n. 15-247-RJ (BRASIL, 1991b) a afastar as responsabilidades dos controladores externos por não se enquadrarem no conceito do já citado art. 116. O caso foi levado ao STJ pela TV Aratu S.A (controlada), que litigava contra a TV Globo e a TV Bahia Ltda. (controladoras) requerendo o reconhecimento de que o contrato de filiação celebrado entre as partes era, de fato, um contrato de sociedade, pleiteando assim o afastamento do Código Civil da relação para, em seu lugar, incidir a Lei das S.As.

A TV Aratu S.A. utilizou parecer produzido pelo jurista Fábio Konder Comparato, que reproduziu o mesmo entendimento em sua obra *O poder de controle na sociedade anônima* (COMPARATO, SALOMÃO FILHO, 2008). Segundo o jurista, não há obrigatoriedade de se ater ao conceito reproduzido pelo art. 116, que exige a participação acionária do controlador, mencionando o parágrafo único do art. 249²⁰¹ da Lei das S.As. Esse último dispositivo prevê que, nos casos de sociedades anônimas abertas que tiverem mais de 30% do valor

²⁰⁰ “Art. 1º Esta Lei disciplina o sistema de franquia empresarial, pelo qual um franqueador autoriza por meio de contrato um franqueado a usar marcas e outros objetos de propriedade intelectual, sempre associados ao direito de produção ou distribuição exclusiva ou não exclusiva de produtos ou serviços e também ao direito de uso de métodos e sistemas de implantação e administração de negócio ou sistema operacional desenvolvido ou detido pelo franqueador, mediante remuneração direta ou indireta, sem caracterizar relação de consumo ou vínculo empregatício em relação ao franqueado ou a seus empregados, ainda que durante o período de treinamento” (BRASIL, 2019a).

²⁰¹ “Art. 249. A companhia aberta que tiver mais de 30% (trinta por cento) do valor do seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas deverá elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas nos termos do artigo 250. Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários poderá expedir normas sobre as sociedades cujas demonstrações devam ser abrangidas na consolidação, e: a) determinar a inclusão de sociedades que, embora não controladas, sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia; b) autorizar, em casos especiais, a exclusão de uma ou mais sociedades controladas” (BRASIL, 1976b).

de seu patrimônio líquido representado por investimentos em sociedades controladas, deverão elaborar e divulgar demonstrações financeiras contendo a participação de uma sociedade em outra, bem como a existência de saldos de quaisquer contas entre elas.

Há previsão de que a CVM poderá expedir normas sobre esse assunto, determinando a inclusão de sociedades que, embora não controladas, sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia. Segundo Comparato e Salomão Filho (2008), o trecho “embora não controladas” se refere ao controle acionário, enquanto o segundo, “sejam financeiramente ou administrativamente dependentes”, admite a existência de controle externo por credores. Havendo previsão na norma para essa modalidade de controle externo, haveria possibilidade da responsabilização desses credores por atos praticados com abuso de poder, conforme o art. 117 da Lei das S.As²⁰².

Os ministros integrantes da Terceira Turma do STJ apontaram que o entendimento de Comparato é digno de respeito e poderia servir de base para o legislador editar normas expressas, prevendo a responsabilização de controladores externos. Apontaram, por outro lado, que a Lei das S.As. não é expressa nesse sentido, utilizando entendimentos de juristas como Orlando Gomes, Arruda Alvim, Rubens Requião, Washington Barros, Fran Martins e Arnold Wald (BRASIL, 1991, p. 533-542). Como o art. 116 é destinado justamente a definir a figura do acionista controlador, havendo menção à obrigatoriedade da participação acionária, não haveria como reconhecer a responsabilização de credores para fins de aplicação do art. 117.

A discussão concerne a tema de fato controverso, pois cita a existência de dispositivo legal que menciona modalidade de controle externo, embora situado em local distinto do destinado pela Lei das S.As. para regimento do acionista controlador. Adota-se, nesse ponto, entendimento semelhante ao da Terceira Turma do STJ demonstrado acima: admite-se a existência de controle externo, dependendo das circunstâncias do caso concreto. A tais controladores, contudo, não é cabível a aplicação do art. 117, dada a necessidade de esforço interpretativo considerável para relacionar o parágrafo único do art. 249 ao conceito de acionista controlador trazido pelo art. 116. Isso não quer dizer que

²⁰² “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder” (BRASIL, 1976b).

os controladores externos possam praticar atos ilícitos irrestritamente, diante da existência de outros dispositivos legais que podem ser aplicados na relação discutida – por exemplo, o art. 927 do CC/2002²⁰³.

Além de todas as modalidades de controle já citadas, identifica-se ainda na própria Lei das S.As. outras modalidades não citadas, como o Acordo de Acionistas, previsto no art. 118²⁰⁴, que confere o direito a um grupo de acionistas de registrar na companhia um acordo ditando como será exercido o direito a voto do grupo. O acordo de acionistas pode prever, por exemplo, a transferência fiduciária de ações. Um acordo desse tipo possibilita a determinado sócio adquirir o controle interno da companhia mesmo que temporário, uma vez que o negócio fiduciário opera a transferência somente sobre determinados direitos, não se configurando transmissão plena da titularidade sobre as ações.

Outro exemplo é a previsão de limitação à circulação de ações nominativas, prevista no art. 36 da Lei das S.As.²⁰⁵. Tal modalidade de controle, apesar de possuir limites previstos na lei para evitar atos potencialmente abusivos, pode ser utilizada para dificultar a transferência do controle acionário, o que garante, de certa forma, maior segurança ao controlador.

Diversas são, portanto, as modalidades de controle, sendo a utilização de cada uma delas dependente das circunstâncias fáticas postas no caso concreto – por exemplo: se a companhia possui capital aberto ou fechado; se há dispersão acionária considerável ou não e se há um grau de endividamento capaz de sujeitar o controle ao desígnio de agentes externos. Dependendo da combinação de fatores existentes em determinada companhia, a situação se tornará propícia ao exercício, também, de determinada modalidade de controle.

No caso do Brasil, independentemente da modalidade existente na companhia, o uso efetivo do poder trata-se de critério objetivo citado pela Lei das SAs., de maneira a afastar a configuração do controle a acionistas que, apesar de possuírem todas as condições para exercer o poder, não o exercem. Acionista

²⁰³ “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo” (BRASIL, 2002).

²⁰⁴ “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede” (BRASIL, 1976b).

²⁰⁵ “Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas” (BRASIL, 1976b).

controlador, segundo o art. 16 da referida lei, é aquela pessoa, natural ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum que, concomitantemente: (i) seja(m) titular de direitos de voto que lhe(s) assegure(m) permanentemente a maioria nas deliberações da assembleia geral; (ii) tenha(m) poder de eleger e destituir a maioria dos administradores e (iii) use(m) tais poderes de maneira efetiva, dirigindo as atividades sociais e orientando o funcionamento dos órgãos da S.A. Percebe-se a importância que o legislador conferiu ao fato de o acionista efetivamente exercer seus direitos para que seja considerado controlador.

A Brasil, Bolsa, Balcão (B3), por exemplo, incorporou esse conceito ao incluir iguais definições de “Poder de Controle” nos regulamentos de quatro dos seus seis níveis de listagem (Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2)²⁰⁶, que assim dispõem:

‘Poder de Controle’ significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito, independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas 3 (três) últimas assembleias gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante (BM&FBOVESPA, 2011b, p. 4).

A B3 adicionou, ainda, um critério objetivo que não consta da Lei das S.As.: a presença de exercício efetivo do direito a voto nas últimas três assembleias. A bolsa brasileira deixou claro que não importará o fato de essa pessoa ou grupo ter a capacidade de exercer o controle da companhia, ou de tê-lo exercido em uma ou duas oportunidades. O que importa é que tenha exercido esses direitos nas últimas três assembleias.

Tal fator é determinante na análise do poder de controle uma vez que, além de todos os direitos que decorrem de tal posição, a Lei das S.As. também

²⁰⁶ Os segmentos de listagem da B3 são destinados à negociação de ações de sociedades anônimas que adotam práticas de governança corporativa de maneira voluntária, além das já exigidas pela legislação. A listagem a algum dos segmentos vincula a empresa a aderir a regras societárias que ampliam direitos de acionistas, além de alterar a dinâmica de fiscalização e controle dos atos e atividades da companhia. Os outros dois segmentos não citados foram o “Novo Mercado” e o “Básico”. (BM&FBOVESPA, 2011a; BMF&BOVESPA, 2011b; B3, 2017; BM&FBOVESPA, 2014a; BM&FBOVESPA, 2014b).

atribui a esses sujeitos a responsabilidade em razão de atos praticados com abuso de poder. A posição de controlador, conseqüentemente, é central para determinar quem responderá por eventuais atos lesivos, notadamente se praticados em prejuízo de minoritários. Há, assim, o estabelecimento de *status* jurídico ao controlador, que lhe confere direitos e responsabilidades próprias (MARTES, 2014, p. 95).

A responsabilidade dos controladores se encontra positivada no art. 117, *caput* e §§ 1º a 3º da lei²⁰⁷, que atribuem a responsabilidade pelos danos causados em razão de abuso de poder. A própria lei prevê um rol exemplificativo de atos considerados abusivos, quais sejam:

(a) *orientar a companhia para finalidade estranha ao objeto social, ou de forma a lesar o interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade em prejuízo da participação dos minoritários nos lucros ou acervo da companhia, ou da economia nacional.* Trata-se de casos que dependem de análise concreta, uma vez que o legislador optou por utilizar conceitos subjetivos, como “interesse nacional” e “finalidade estranha”, abrindo margem para discussões se o ato se configurou abusivo ou não;

(b) *promover a liquidação de companhia lucrativa, ou sua transformação, incorporação, fusão ou cisão, com a finalidade de obter para si ou para outrem*

²⁰⁷ “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral; f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade; h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. (Incluída dada pela Lei n. 9.457, de 1997) § 2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador. § 3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo” (BRASIL, 1976b).

vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas ou investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia. São hipóteses em que o controlador dissolve a companhia, transforma-a, funde-a ou cinde-a somente para obter vantagem para si ou para terceiros, podendo prejudicar, assim, não apenas acionistas, como também investidores interessados, como os já citados debenturistas;

(c) *promover alteração estatutária, emitir valores mobiliários ou adotar políticas ou decisões que não visem ao interesse da companhia, mas, sim, causar prejuízos a minoritários, trabalhadores ou investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia.* Configuram-se atos que não visam a benefícios próprios, mas tão somente a malefícios a terceiros;

(d) *eleger administrador ou fiscal que sabem ser inapto, moral ou tecnicamente.* Mais uma vez destaque-se a existência de critério subjetivo (“moral”), que abre margem a discussões administrativas e até mesmo judiciais para determinar, por exemplo, o que seria um administrador moralmente aceitável;

(e) *induzir, ou tentar induzir administrador ou fiscal a praticar ato ilegal ou promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia geral.* São casos de utilização do poder do controlador para induzir comportamentos ilegais por parte de terceiros;

(f) *contratar com a S.A., direta ou indiretamente, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas.* Representam casos em que o controlador utiliza seu poder sobre a companhia para contratar com sociedades ou pessoas que ela não contrataria em condições normais de mercado, visando tão somente ao favorecimento dos contratados, sejam eles diretamente ligados ao controlador ou não;

g) *aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.* Trata-se das hipóteses em que o controlador se omite na apuração de denúncias que conhece ou “deveria saber” procedente. Nota-se, novamente, a utilização de critério subjetivo, pois fica a cargo da análise do caso concreto definir se o controlador deveria saber da irregularidade ou não. Além disso, a hipótese também abarca atos de aprovação ou pressão para aprovação de contas

irregulares por favorecimento pessoal do controlador;

h) *subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.* O art. 170²⁰⁸ autoriza o aumento do capital social da companhia após a realização²⁰⁹ de três quartos, no mínimo, do seu valor inicial. Nos casos em que houver subscrição de ações emitidas por meio desse aumento do capital, caso ocorra posterior integralização por meio de bens estranhos ao objeto social da S.A., o controlador responderá, caso comprovada, por exemplo, uma diluição injustificada na propriedade dos acionistas originários.

Cabe frisar que a Lei das S.As. também admite a hipótese de controle sem a propriedade de ações nos casos citados, uma vez que o administrador ou fiscal que pratique o ato ilegal responderá solidariamente com o acionista controlador, conforme redação do já citado § 2º do art. 117.

Por fim, destaque-se a existência de modalidade de responsabilidade dos minoritários por seus votos, mesmo que não prevalecentes em assembleia, conforme § 3º do art. 115 da Lei da S.A.²¹⁰. A crítica quanto a essa responsabilização é que a lei menciona tão somente a restituição das “perdas e danos”, não tratando sobre a anulabilidade do ato abusivo. Dessa forma, os atos abusivos não serão nulos, mas tão somente objeto de restituição por parte de seu praticante (EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 527).

Quanto a hipóteses de responsabilização previstas em normas infralegais, a CVM também possuía rol exemplificativo disposto na Instrução CVM n. 323/2000, que, contudo, continha redação dúbia e não adicionava situações novas em relação à Lei das S.As., pois tratavam-se de decorrências dos atos já elencados pela lei (EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 539). Como a norma foi revogada pela Resolução CVM n. 2/2020, o tema já está superado.

Conclui-se, assim, que o poder de controle pode ser exercido de diversas

²⁰⁸ “Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações (BRASIL, 1976b).

²⁰⁹ Entende-se “realização” como sinônimo de “integralização” do capital social, ato em que o acionista conclui a entrega de bens ou valores que prometeu no momento da subscrição.

²¹⁰ “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. [...] § 3º O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido” (BRASIL, 1976b).

formas, sejam internas ou externas, não se atendo somente àqueles sujeitos detentores de participação acionária com direito a voto. Dependendo da composição acionária da companhia, o controle poderá ser exercido de formas distintas, por sujeitos diferentes, com possibilidade de responsabilização dos controladores quando caracterizado abuso de poder, sem prejuízo, ainda, de os minoritários responderem por votos não prevaletentes julgados como contrários ao interesse da companhia. Controle, portanto, é tema mais amplo que a simples verificação da maioria de capital votante, tratando-se da existência de uma prerrogativa de um titular de poder superior de impor suas decisões sobre o titular de poder inferior, traduzindo-se em verdadeira hierarquização funcional (MARTES, 2014, p. 16), que, por consequência, lhes conferem responsabilidades específicas pelos atos praticados.

4.3 Justificativas para proteção das minorias nas S.As.

Conforme destacado no início deste capítulo, a Lei das S.As. atribuiu a acionistas minoritários proteção especial em face da possibilidade de prática de eventuais atos abusivos dos majoritários²¹¹, prometendo a instituição de sistema com o objetivo de assegurar regras equitativas e definitivas, dotado de estrutura que tornasse o mercado de capitais mais seguro e atraente para os investidores (BRASIL, 1976c).

A lei, entretanto, não parece ter cumprido tal promessa, pois foram necessárias alterações para estender o rol de direitos dos minoritários, notadamente aquelas trazidas pela Lei n. 10.303/2001, que teve como um dos principais focos a distribuição do poder acionário nas companhias. Segundo Wald (2002, p. 221), a alteração de perfil dos minoritários foi um dos motivos que levaram à reforma da Lei das S.As., diante do crescimento de participações minoritárias por fundos de pensão, fundos mútuos de ações e do Estado, em detrimento dos acionistas pessoas físicas. Tais grupos, à época emergentes como minoritários, eram naturalmente caracterizados por maior participação nos

²¹¹ A justificativa, no entanto, não reflete a totalidade dos sujeitos que eventualmente possam praticar atos abusivos contra minoritários, desconsiderando atos praticados por pessoas ou órgãos que possuam algum tipo de poder de administração e execução, como o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva.

processos decisórios da companhia, uma vez que necessitavam de prestar contas de suas atividades aos indivíduos que representavam.

Foram alterados, com base nessas justificativas, por exemplo, a limitação de ações preferenciais sem direito a voto a 50% do capital social da companhia, em detrimento dos 2/3 anteriores (art. 15, §2º²¹²), o que possibilitou o aumento de capital votante, sobretudo em companhias excessivamente concentradas; a reintrodução do outrora suprimido *tag along* (art. 254-A²¹³), mecanismo que garantiu aos minoritários a venda de suas ações por preço, no mínimo, igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto, em caso de alienação direta ou indireta do controle de companhia aberta.

O *status* de minoritário, por si só, passou a ser protegido por diversos dispositivos legais constantes do caderno normativo. Tal situação causou discordância, havendo posicionamento que apontou que a minoria, por si só, não se configura como grupo de proteção, devendo ser protegida somente em situações específicas de abusos da maioria (ADAMEK, 2010, p. 354-355).

Todavia, destaque-se, primeiramente, a incompletude desse posicionamento, ao não apontar a proteção necessária em face de atos também abusivos eventualmente cometidos por pessoas ou órgãos que detêm algum tipo de poder decisório ou administrativo, como o Conselho de Administração e a Diretoria, não se limitando a proteção a atos praticados por majoritários. Como visto, o controle se manifesta de diversas formas, não estando, necessariamente, ligado à maioria votante. Ademais, não se vislumbra proteger os minoritários em outras situações que não sejam a de atos abusivos praticados por outros agentes componentes da estrutura das S.As., de modo que a afirmação de não merecerem proteção especial pelo simples fato de serem minoritários não parecer implicar efeitos práticos distintos dos já existentes na norma legal atual.

As alterações inseridas pela Lei n. 10.303/2001, porém, não foram as

²¹² “§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas” (BRASIL, 1976b).

²¹³ “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle” (BRASIL, 1976b)

únicas responsáveis por proporcionar cenários propícios à dispersão acionária. A B3, em 2000, à época ainda denominada BOVESPA, lançou o já citado Novo Mercado, segmento especial de listagem na bolsa de valores que inseriu normas complementares de governança corporativa e transparência de dados econômico-financeiros que não faziam parte do escopo da Lei das S.As. (B3, 2022). As sociedades listadas nesse segmento seriam, em tese, mais chamativas ao pequeno investidor, potencialmente atraídos por políticas como a da ampliação da porcentagem do *Tag Along* de 80% para 100%, o que praticamente garante o retorno do seu investimento em caso de alienação do controle da companhia²¹⁴.

Após oito anos de criação, o Novo Mercado contava com 33 S.As. listadas, número que cresceu para 62 em 2014 (PENNA, 2017) e, em 2021, já chegava a 205 (B3..., 2021) das 486 listadas ao total, o que denota o gradativo crescimento do número de sociedades que optaram por aderir a regulamentos mais rígidos de governança e transparência em troca de maior atratividade de investidores no mercado. Destaque-se, dentre as normas inseridas no atual regulamento do Novo Mercado, o art. 12²¹⁵, único dispositivo da Seção V denominada de “Dispersão Acionária”, que prevê a obrigatoriedade de a S.A seguir um dos seguintes requisitos nas ofertas públicas de ações: ou a sociedade deve garantir acesso a todos os investidores interessados, sem estabelecer limitações quanto à pessoa ou ao patrimônio, ou caso não o faça deverá distribuir no mínimo 10% das ações a pessoas físicas ou investidores não institucionais²¹⁶.

Há, claramente, uma preocupação, tanto do legislador quanto dos agentes de mercado, em criar e manter estruturas que propiciem a dispersão

²¹⁴ Atualmente, a previsão de Tag Along de 100% se encontra no art. 37 do Regulamento do Novo Mercado: “Art. 37 A companhia deve prever em seu estatuto social que a alienação direta ou indireta de controle da companhia deve ser contratada sob a condição de que o adquirente do controle se obrigue a efetivar OPA tendo por objeto as ações de emissão da companhia de titularidade dos demais acionistas, de forma a lhes assegurar tratamento igualitário àquele dado ao alienante (B3, 2017).

²¹⁵ “Art. 12 Nas ofertas públicas de distribuição de ações, a companhia deve envidar melhores esforços para atingir dispersão acionária, contemplando um dos procedimentos a seguir, que deverão constar do respectivo prospecto: I – garantia de acesso a todos os investidores interessados; ou II – distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total de ações a ser ofertado. Parágrafo único. O disposto no *caput* não se aplica às ofertas públicas de distribuição de ações com esforços restritos” (B3, 2017).

²¹⁶ Esse mesmo texto foi replicado nos regulamentos dos Níveis 1 e 2, em outros segmentos especiais de listagem da B3, deixando de aparecer somente nos regulamentos da Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 (BM&FBOVESPA, 2014a; BM&FBOVESPA, 2014b).

acionária e protejam os detentores minoritários de capital votante. Trata-se de estratégia que, ao mesmo tempo, incentiva práticas igualitárias e fomenta a captação de investimentos. Os minoritários, como visto, são figuras centrais dessas iniciativas.

Essa proteção, como visto, existe diante da possibilidade de majoritários, controladores, administradores e diretores praticarem atos considerados abusivos. Entende-se como abusivo o ato praticado contra os interesses da companhia e da coletividade de acionistas, em benefício unilateral e exclusivo ao praticante do ato (EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 525).

Conclui-se, assim, que o status de “minoritário” é passível de proteção especial sob a justificativa de pulverizar as participações acionárias, na tentativa constante de democratizar o acesso ao mercado de capitais com vista a garantir ambiente mais chamativo a investidores.

A existência de um controle acionário pulverizado leva, naturalmente, a discussões mais profícuas visando ao desenvolvimento da sociedade empresária, uma vez que capitais votantes inexpressivos são praticamente incapazes de influenciar os demais acionistas a deliberar por interesses próprios. Pelo contrário, nos casos em que há excessiva concentração acionária, os interesses também são concentrados, sendo as discussões entre acionistas limitadas e com pouca efetividade em relação à administração da companhia. Salomão Filho (2006, p. 88) aponta que a principal saída para os conflitos e problemas existentes em sociedades anônimas no Brasil é a eliminação da concentração de poder societário²¹⁷. Conforme o autor, a solução é permitir a “autodeterminação social com controles exercidos pelos centros de interesse envolvidos” (2006, p. 89), por possibilitar o desenvolvimento de um sistema baseado em investimentos e decisões empresariais a longo prazo que levem em consideração diferentes interesses envolvidos pela S.A., ao contrário de um sistema que privilegie a concentração acionária.

²¹⁷ Os próprios mecanismos de listagem criados pela B3, já citados, são exemplos de institutos criados sob a promessa de implementação de programas de governança corporativa em S.A. O objetivo é demonstrar aos potenciais investidores a existência de cautelas e controles administrativos internos e externos que possibilitem aos minoritários um ambiente minimamente seguro para alocação do capital.

4.4 Os direitos essenciais e individuais dos acionistas

A Lei das S.As., ao prever uma seção específica para o que denominou “direitos essenciais”, tentou importar o modelo constitucional de direitos e garantias fundamentais aos cidadãos (EIZIRIK, 2011, p. 587). A tentativa foi de estabelecer um rol de direitos que funcionasse como um limite ao poder majoritário, diante da impossibilidade de sua privação por meio de deliberação da assembleia ou dispositivo estatutário.

A doutrina italiana denominou essa situação “estado de acionista”, em evidente comparação ao “estado de cidadão” conferido constitucionalmente. Cabem críticas a essa definição, pois, enquanto o *status* de “cidadão” é obrigatório, o de “sócio” é voluntário. O fato de ser um cidadão, por si só, atrai para si direitos e obrigações, enquanto para o acionista os direitos e obrigações criam o seu estado (EIZIRIK, 2011, p. 588).

À par das críticas existentes sobre a existência de tais direitos, a Lei das S.As., por meio do seu art. 109²¹⁸, previu aos acionistas de S.A., aberta ou fechada, o rol de direitos essenciais, aos quais atribuiu caráter de irrevogabilidade, seja por meio de assembleia geral, seja por disposições estatutárias.

Ao realizar a leitura dos incisos do referido artigo, nota-se que os incisos IV e V estabeleceram limitações ao seu exercício, podendo-se afirmar que não se trata de direitos essenciais “absolutos”. Carregam essa característica, de fato, tão somente aqueles listados nos incisos I a III (VERÇOSA, 2006, p. 244).

Segue detalhamento de cada um desses direitos, com indicação do motivo de o *status* de absolutos não ser conferido aos dois últimos:

²¹⁸ “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: I – participar dos lucros sociais; II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III – fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV – preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei. § 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares. § 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral. § 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar” (BRASIL, 1976b)

(i) o direito à participação nos lucros sociais: trata-se de previsão que visa impedir a retirada da participação do sócio na distribuição de lucros da companhia, de modo que todos devam ser alcançados por ela;

(ii) o direito à participação no acervo da companhia em caso de liquidação: confere aos sócios o direito de participarem da distribuição do patrimônio da sociedade, caso ela venha a ser liquidada, ou seja, encerre suas atividades de maneira definitiva;

(iii) o direito à fiscalização da gestão nos negócios sociais: possibilita aos acionistas fiscalizar os gestores durante o desenvolvimento de suas atividades. Os gestores podem ser tanto os diretores quanto os membros do conselho de administração, ou até mesmo os controladores, caso participem efetivamente da gestão do negócio;

(iv) o direito à preferência para subscrever ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observadas as disposições dos arts. 171²¹⁹ e 172²²⁰: concede aos acionistas o direito de preferência para subscrever ações ou valores mobiliários conversíveis em ações emitidos pela companhia, de modo a conferir-lhes oportunidade de evitar eventual diminuição de sua

²¹⁹ “Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. § 1º Se o capital for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe, observar-se-ão as seguintes normas: a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre ações idênticas às de que for possuidor; b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento; c) se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento [...]” (BRASIL, 1976b).

²²⁰ “Art. 172. O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4o do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I – venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou II – permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263. Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais” (BRASIL, 1976b).

participação acionária. Os artigos supracitados, contudo, estabelecem uma série de restrições a esses direitos que lhes retiram o caráter de absolutos (VERÇOSA, 2006, p. 244; EIZIRIK, 2011, p. 605), além da possibilidade de o estatuto prever condições para seu exercício, a exemplo do disposto no § 4º do art. 171;

(v) o direito de retirar-se da sociedade nos casos previstos na própria lei: de modo a conferir-lhes chances de se desligarem do vínculo societário com o direito ao reembolso do valor de suas ações²²¹. Ocorre que o direito de reembolso também não é absoluto, à exemplo do § 1º do art. 45, que prevê a possibilidade de o estatuto estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, o que também lhe retira o *status* de essencial;

Já em relação ao disposto nos três parágrafos do art. 109, há controvérsias de que se tratam de direitos individuais dos acionistas (PEDREIRA; FILHO, 2017), pelos motivos indicados a seguir:

(i) proibição de alterações estatutárias ou decisões assembleares que estabeleçam diferentes direitos a acionistas pertencentes a uma mesma classe. Impede, assim, o tratamento desigual entre eles. Há margem para questionar se dessa previsão não decorre um poder específico aos acionistas, como nos cinco listados, tratando-se de mera norma proibitiva. Em razão dessa proibição, contudo, nasce o direito do acionista de requerer judicialmente a nulidade de dispositivos ou decisões que estabeleçam direitos distintos aos acionistas de mesma classe;

²²¹ Exemplos: “Art. 136-A. A aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o quórum do art. 136, obriga a todos os acionistas, assegurado ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45” (BRASIL, 1976b); “Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia-geral o valor de suas ações. [...] § 2º Se a deliberação da assembleia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo. Nesse caso, a companhia pagará imediatamente 80% (oitenta por cento) do valor de reembolso calculado com base no último balanço e, levantado o balanço especial, pagará o saldo no prazo de 120 (cento e vinte), dias a contar da data da deliberação da assembleia-geral (BRASIL, 1976b).

(ii) o direito de não supressão, por norma estatutária ou decisão assemblear, dos meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar seus direitos: torna nula de pleno direito cláusula estatutária ou decisão assemblear que estabeleça qualquer tipo de óbice aos acionistas para ajuizamento de ação judicial, bem como qualquer procedimento extrajudicial para assegurar seus direitos. A norma segue a mesma diretriz do inciso XXXV do art. 5º da Constituição Federal de 1988²²², cláusula pétrea segundo a qual a lei não excluirá da apreciação do Judiciário lesão ou ameaça a direito. Adicionam-se, nesse artigo, os termos “meios” e “processos” em relação ao texto constitucional, o que denota a importância que o legislador conferiu aos meios extrajudiciais cabíveis para que os acionistas assegurem seu direito, o que inclui, por exemplo, a reclamação administrativa à CVM. Há questionamentos se o artigo é desnecessário, diante da extensão que se confere ao direito subjetivo e constitucional de ação, bem como diante da dúvida de que se trata de direito essencial decorrente do *status* de acionista ou de direito subjetivo conferido a qualquer pessoa (FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 225). Fato é que, independentemente de sua classificação, trata-se de direito inderrogável;

(iii) o direito de poder ser submetido a juízo arbitral, caso o estatuto da sociedade estabeleça que a divergência entre acionistas e companhia, ou entre controladores e minoritários, poderá ser solucionada por arbitragem. Há questionamentos (VERÇOSA, 2006, p. 236) quanto ao alcance e aos efeitos dessa disposição: se o estatuto não prever a cláusula compromissória de arbitragem, como será resolvido um conflito envolvendo um acionista minoritário que solicite a convocação de assembleia para deliberar sobre alteração estatutária que a preveja? Haverá conflito com os interesses da própria S.A. caso o controlador vote

²²² “Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: [...] XXXV – a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito” (BRASIL, 1988).

contrariamente à inclusão da cláusula? Pode-se invocar o § 3º do art. 109 como direito essencial do minoritário nessas hipóteses (VERÇOSA, 2006, p. 337)? Independentemente das respostas a serem adotadas, trata-se de tema que também não se esgota nesta pesquisa, demandando análise apurada para verificação de eventuais hipóteses levantadas.

Destaque-se, especificamente quanto à irrenunciabilidade dos direitos dos acionistas, que não se deve confundir o fato de não os exercer com sua renúncia. São institutos distintos: o não exercício não leva a seu perecimento, ao contrário da renúncia (EIZIRIK, 2011, p. 589).

Ademais, há autores que apontam que o art. 109 não elenca exaustivamente os direitos irrevogáveis e irrenunciáveis, havendo ainda outras menções no corpo da Lei das S.As. (CARVALHOSA, 2011, p. 386; EIZIRIK, 2011, p. 588; EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 98; SANTOS, 1987, p. 138). As justificativas apresentadas para se atribuir esse caráter a um direito variam, mas decorrendo sempre de características que lhes conferem o *status* de indisponíveis.

Independentemente da discussão acima, fato é que os direitos essenciais possuem denominação própria, fato positivado pelo referido art. 109. Por esse motivo, são tratados, aqui, em categoria diferente dos direitos individuais listados abaixo, independentemente da discussão sobre sua disponibilidade ou não, o que pode ser objeto de enfrentamento em outra oportunidade.

Dentre os direitos individuais dos acionistas, passíveis de exercício por qualquer deles, se controladores ou não, destacam-se os seguintes:

- (i) o direito de promover ação de responsabilidade contra a administração (§§ 3º e 7º do art. 159²²³). Esse direito é subdividido em dois: no primeiro, seu exercício é autorizado após o decurso de três meses, contados da data em que a assembleia geral deliberar por ajuizar ação de responsabilidade civil contra o administrador.

²²³ “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. [...] § 3º Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia-geral. [...] § 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador” (BRASIL, 1976b).

Nesse caso, qualquer acionista poderá suprir a vontade da assembleia e agir em nome da companhia. No segundo, o exercício não é limitado a fator temporal, podendo ser praticado sempre que o acionista se ver prejudicado por ato de administrador. Nesse ponto, aparenta tratar-se de direito indisponível, uma vez que, além de decorrer da referida Lei, decorre de cláusula pétreia constitucional aplicável a qualquer pessoa natural ou jurídica (art. 5º, inciso XXXV²²⁴ da CF/88);

- (ii) o direito de ajuizar ação anulatória do ato constitutivo da companhia (alínea 'a' do inciso II do art. 206²²⁵ da Lei das S.As.). Aparenta tratar-se de direito indisponível pelo mesmo motivo indicado acima;
- (iii) o direito de participar das assembleias e nelas discutir os assuntos previstos nas pautas (parágrafo único do art. 125²²⁶). Apesar de o texto do dispositivo citar somente os acionistas sem direito a voto, por decorrência lógica, qualquer acionista que possuir tal direito também poderá comparecer à assembleia para discutir a matéria a ser deliberada. Esse direito garante que os detentores de frações não votantes do capital também possam utilizar argumentos para tentar influenciar os rumos das votações, apesar de não poderem delas participar. O direito de comparecimento em assembleia decorre, também, do texto do art. 126 da Lei das S.As.²²⁷, que não inclui somente os proprietários de capital votante como participante da assembleia, mencionando tão somente a qualidade de acionista;

²²⁴ “XXXV – a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito” (BRASIL, 1988).

²²⁵ “Art. 206. Dissolve-se a companhia: II – por decisão judicial: a) quando anulada a sua constituição, em ação proposta por qualquer acionista” (BRASIL, 1976b).

²²⁶ “Art. 125. Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembleia geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto e, em segunda convocação, instalar-se-á com qualquer número. Parágrafo único. Os acionistas sem direito de voto podem comparecer à assembleia-geral e discutir a matéria submetida à deliberação”. (BRASIL, 1976b).

²²⁷ “Art. 126. As pessoas presentes à assembleia deverão provar a sua qualidade de acionista, observadas as seguintes normas: [...]” (BRASIL, 1976b).

- (iv) o direito de negociar suas ações (art. 36²²⁸). Esse dispositivo cita expressamente a possibilidade de se imporem limitações à circulação de ações nominativas de companhias fechadas, desde que isso não impeça sua negociação. Entende-se, portanto, haver certa margem para derrogação do direito, pois há autorização para limitar a circulação. Já quanto às companhias abertas, o princípio de livre negociação é absoluto, exceto quanto às *golden share*²²⁹ (EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 107). Esse direito, apesar de ser individual, é parcialmente mitigável por meio de norma estatutária;
- (v) o direito de convocar assembleia geral, no caso de omissão dos administradores por prazo superior a sessenta dias (alínea 'b' do parágrafo único do art. 123²³⁰), ou no caso de vacância de todos os cargos da diretoria, se a companhia não tiver conselho de administração (§ 2º do art. 150²³¹);
- (vi) o direito de requerer a transcrição dos esclarecimentos prestados por administradores e de exigir o fornecimento de sua cópia (art. 157²³²);

²²⁸ “Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas” (BRASIL, 1976b).

²²⁹ Mecanismo que garante controle público residual sobre sociedades privatizadas, atribuindo direitos especiais em relação a matérias previamente estabelecidas pelos estatutos, como por exemplo o poder de veto às deliberações nas matérias em que especificar (EIZIRIK *et al.*, 2019, p. 105).

²³⁰ “Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembleia-geral. Parágrafo único. A assembleia-geral pode também ser convocada: [...] b) por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de 60 (sessenta) dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto” (BRASIL, 1976b).

²³¹ “§ 2º No caso de vacância de todos os cargos da diretoria, se a companhia não tiver conselho de administração, compete ao conselho fiscal, se em funcionamento, ou a qualquer acionista, convocar a assembleia-geral, devendo o representante de maior número de ações praticar, até a realização da assembleia, os atos urgentes de administração da companhia” (BRASIL, 1976b).

²³² “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. [...] § 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembleia, e fornecidos por cópia aos solicitantes” (BRASIL, 1976b).

- (vii) o direito de exigir a leitura de documentos da administração e do parecer do conselho fiscal na assembleia (art. 134²³³);
- (viii) o direito ao pedido de adiamento e interrupção de prazo para convocação de assembleia geral (incisos I e II do § 5º do art. 124²³⁴);
- (ix) o direito de, perante a mesa de assembleia geral, autenticar documentos, propostas, declarações de voto e dissidência submetidas ao órgão, desde que a ata seja lavrada na forma de sumário dos atos ocorridos (alínea “a” do § 1º do art. 130²³⁵);
- (x) o direito de se opor à distribuição de dividendo inferior ao obrigatório ou à retenção de todo o lucro líquido apurado nos casos em que tais atos são permitidos, conforme incisos I e II do § 3º do art. 202²³⁶ (companhias abertas que emitem somente debêntures não conversíveis em ações; companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição anteriormente descrita);

²³³ “Art. 134. Instalada a assembleia-geral, proceder-se-á, se requerida por qualquer acionista, à leitura dos documentos referidos no artigo 133 e do parecer do conselho fiscal, se houver, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação” (BRASIL, 1976b).

²³⁴ “Art. 124 [...] § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia: I – determinar, fundamentadamente, o adiamento de assembleia geral por até 30 (trinta) dias, em caso de insuficiência de informações necessárias para a deliberação, contado o prazo da data em que as informações completas forem colocadas à disposição dos acionistas; e II – interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares” (BRASIL, 1976b).

²³⁵ “§ 1º A ata poderá ser lavrada na forma de sumário dos fatos ocorridos, inclusive dissidências e protestos, e conter a transcrição apenas das deliberações tomadas, desde que: a) os documentos ou propostas submetidas à assembleia, assim como as declarações de voto ou dissidência, referidos na ata, sejam numerados seguidamente, autenticados pela mesa e por qualquer acionista que o solicitar, e arquivados na companhia” (BRASIL, 1976b).

²³⁶ “Art. 202 [...] § 3º A assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades: I – companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações; II – companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I” (BRASIL, 1976b).

- (xi) o direito de pedir a liquidação judicial da companhia, em caso de omissão ou oposição dos administradores ou majoritários em fazê-lo (inciso I do art. 209²³⁷);

Do total de 19 direitos listados acima, independentemente de seu caráter de indisponibilidade ou não, foram identificadas duas principais espécies: patrimoniais e políticos. Os primeiros são aqueles que oferecem contrapartida econômica direta ou indireta aos acionistas, enquanto os segundos são aqueles que conferem os direitos à participação, votação, informação e ação judicial. Em relação às características, podem ser classificados em gerais ou especiais. Os gerais são aqueles atribuídos a todos os sócios indistintamente, enquanto os especiais somente a uma categoria de acionistas (EIZIRIK *et al.*, 2019).

4.5 Os direitos dos acionistas minoritários

Além dos direitos essenciais listados no item anterior, existem aqueles direcionados à proteção específica dos minoritários contra abusos dos majoritários, controladores e administradores. Aos minoritários serão destinados, portanto, todos os direitos indicados, somados ainda aos elencados a seguir.

Como o objetivo é a investigação dos direitos dos acionistas minoritários, para fins de comparação aos cotistas de FIDC, realizou-se um estudo mais aprofundado de cada um deles:

- (i) O direito ao *Tag Along* (art. 254-A²³⁸). Já citado nesta pesquisa, no item 4.3;

²³⁷ “Art. 209. Além dos casos previstos no número II do artigo 206, a liquidação será processada judicialmente: I – a pedido de qualquer acionista, se os administradores ou a maioria de acionistas deixarem de promover a liquidação, ou a ela se opuserem, nos casos do número I do artigo 206” (BRASIL, 1976b).

²³⁸ “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle” (BRASIL, 1976b).

- (ii) o direito de requerer o funcionamento do Conselho Fiscal e de eleger seus membros (*caput*, §§2º e 4º do art. 161²³⁹). Trata-se de direito, em regra, coletivo, pois somente é exercido por meio de determinada porcentagem de acionistas minoritários com ou sem direito a voto (o direito só será individual se um só acionista atingir a porcentagem prevista na Lei). O conselho fiscal é órgão com funções fiscalizatórias, exercendo papel de supervisão dos atos praticados pelos administradores e controladores. Trata-se de direito direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;

- (iii) o direito de requerer a adoção de voto múltiplo e do voto em separado na eleição dos membros do Conselho de Administração (art. 141²⁴⁰). O voto múltiplo configura-se mecanismo que permite aos acionistas – que representam ao menos 10% do capital social votante, independentemente de previsão estatutária, em eleições de conselheiros – requerer que o número de votos de cada ação seja multiplicado pelo número de cargos a preencher (exemplo: caso haja cinco vagas para conselheiros, cada acionista terá cinco votos). Os acionistas poderão concentrar os votos em um só candidato ou distribuí-los da maneira como julgarem conveniente,

²³⁹ “Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas. [...] § 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia-geral ordinária após a sua instalação. [...] 4º Na constituição do conselho fiscal serão observadas as seguintes normas: a) os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger, em votação em separado, 1 (um) membro e respectivo suplente; igual direito terão os acionistas minoritários, desde que representem, em conjunto, 10% (dez por cento) ou mais das ações com direito a voto; [...]; b) ressalvado o disposto na alínea anterior, os demais acionistas com direito a voto poderão eleger os membros efetivos e suplentes que, em qualquer caso, serão em número igual ao dos eleitos nos termos da alínea a, mais um” (BRASIL, 1976b).

²⁴⁰ “Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, por meio do qual o número de votos de cada ação será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários” (BRASIL, 1976b).

permitindo, assim, que minorias consigam eleger membros, mesmo representando menor parte do capital votante, dependendo da dispersão acionária votante da companhia. Configura-se, também, direito direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;

- (iv) o direito de requerer judicialmente a exibição dos livros sociais (art. 105²⁴¹). Esse direito também é exercido, em regra, coletivamente (poderá ser exercido individualmente, caso o acionista represente pelo menos 5% do capital) e se configura meio de comprovar a existência de atos violadores da lei ou do estatuto, ou que sobre eles recaia fundada suspeita de graves irregularidades. Trata-se, também, de direito direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;
- (v) o direito à oferta pública no cancelamento de registro e aumento de participação (§ 4º do art. 4º²⁴²). Caso a companhia tenha emitido ações e essas estejam em circulação no mercado, ela ou os seus controladores deverão formular oferta pública para comprar a totalidade das ações, por preço ao menos igual ao valor de avaliação da própria companhia, assegurada, ainda, a revisão do valor da oferta. Tal revisão, por sua vez, só poderá ser convocada se titulares de, no mínimo, 10% das ações em circulação o requererem (Art. 4º-A²⁴³). O direito do § 4º do art. 4º é direcionado, exclusivamente, aos

²⁴¹ “Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia” (BRASIL, 1976b).

²⁴² “§ 4º O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A” (BRASIL, 1976b).

²⁴³ “Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que

minoritários, diante da impossibilidade de detentores de capital social majoritário o exercerem, conforme previsão do § 2º do art. 4º-A, que exclui os majoritários do rol de proprietários de ações em circulação²⁴⁴. Já o direito do art. 4º-A é direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário atingido pela oferta de compra;

- (vi) o direito de propor ação de reparação de danos contra a sociedade controladora (alínea “a” do § 1º do art. 246²⁴⁵). Tal direito pode ser exercido por acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social e decorre do direito de ação, já discutido. É direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;
- (vii) o direito de propor ação de reparação de danos contra a sociedade controladora, desde que preste caução pelas custas e honorários sucumbenciais devidos no caso de improcedência da ação (alínea “b” do § 1º do art. 246²⁴⁶). Diferencia-se do direito anterior, uma vez que é direcionado a qualquer acionista minoritário, que terá a possibilidade de ajuizar a ação em face da sociedade controladora caso preste a caução citada;
- (viii) o direito de convocar assembleia geral, no caso de omissão dos administradores por prazo superior a oito dias, de pedido de convocação realizado por acionistas que representem, no mínimo, 5% do capital social (alínea “c” do parágrafo único do art. 123²⁴⁷). É

convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º” (BRASIL, 1976b).

²⁴⁴ “§ 2º Consideram-se ações em circulação no mercado todas as ações do capital da companhia aberta menos as de propriedade do acionista controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as em tesouraria” (BRASIL, 1976b).

²⁴⁵ “Art. 246. A sociedade controladora será obrigada a reparar os danos que causar à companhia por atos praticados com infração ao disposto nos artigos 116 e 117. § 1º A ação para haver reparação cabe: a) a acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social” (BRASIL, 1976b).

²⁴⁶ “Art. 246 [...] §1º [...] b) a qualquer acionista, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente” (BRASIL, 1976b).

²⁴⁷ “Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembleia-geral. Parágrafo único. A assembleia-geral pode

direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;

- (ix) o direito de convocar assembleia geral, no caso de omissão dos administradores por prazo superior a oito dias, de pedido de convocação de assembleia para instalação de conselho fiscal realizado por acionistas que representem, no mínimo, 5% do capital (votante ou não). É direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;
- (x) o direito de acionistas que representem 5% ou mais do capital social de companhia fechada de solicitar, por escrito, que sejam convocadas as assembleias gerais por telegrama ou carta registrada (§ 3º do art. 124²⁴⁸). Trata-se de direito direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;
- (xi) o direito de acionistas que representem, no mínimo, 0,5% do capital social votante ou não de solicitar a relação de endereço de todos os acionistas, desde que tenha a finalidade de enviar-lhe procurações para que passe a representá-los em assembleia (§ 3º do art. 126²⁴⁹). Configura-se importante mecanismo que possibilita ao minoritário que represente ao menos 0,5% do capital convencer os demais acionistas a lhe outorgarem procuração, com a finalidade de obter, ou até mesmo reverter o controle da companhia. Trata-se de direito

também ser convocada: [...] c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas” (BRASIL, 1976b).

²⁴⁸ “Art. 124 [...] § 3º Nas companhias fechadas, o acionista que representar 5% (cinco por cento), ou mais, do capital social, será convocado por telegrama ou carta registrada, expedidos com a antecedência prevista no § 1º, desde que o tenha solicitado, por escrito, à companhia, com a indicação do endereço completo e do prazo de vigência do pedido, não superior a 2 (dois) exercícios sociais, e renovável; essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º, e sua inobservância dará ao acionista direito de haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos” (BRASIL, 1976b).

²⁴⁹ “§ 3º É facultado a qualquer acionista, detentor de ações, com ou sem voto, que represente meio por cento, no mínimo, do capital social, solicitar relação de endereços dos acionistas, para os fins previstos no § 1º, obedecidos sempre os requisitos do parágrafo anterior” (BRASIL, 1976b).

direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;

- (xii) O direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação que exclui o acionista controlador da contagem de votos (incisos I e II do § 4º do art. 141²⁵⁰). Tal direito é conferido somente a: a) detentores de, ao menos, 15% de capital votante de companhia aberta, ou b) titulares de ao menos 10% de ações preferenciais (com ou sem direito a voto) em relação ao capital social total da companhia aberta, desde que não tenham exercido o direito de eleger, em votação separada, um ou mais membros do órgão de administração, nos termos do art. 18²⁵¹. Trata-se de direito direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;
- (xiii) o direito de acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social de requerer ao administrador de companhia aberta a revelação das seguintes informações: a) número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou por meio de outras pessoas, no exercício anterior; b) opções de compra de ações que tiver contratado ou desempenhado no exercício anterior; c) benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto

²⁵⁰ “§ 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: – de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e II – de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18” (BRASIL, 1976b).

²⁵¹ “Art. 18. O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração” (BRASIL, 1976b).

nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia (§ 1º do art. 157²⁵²). Trata-se de direito de informação dos acionistas. Saliente-se que o direito previsto no § 2º foi inserido no rol de direitos individuais, e não no de minoritários, uma vez que direcionado a qualquer acionista irrestritamente. O direito mencionado no § 1º é direito direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;

- (xiv) o direito de acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social de ajuizarem ação de responsabilidade civil contra o administrador para recuperar o prejuízo causado ao patrimônio da companhia, em caso de omissão dos administradores em fazê-lo (§ 4º do art. 159²⁵³). Trata-se de direito que possui uma condição prévia: a omissão dos administradores. Também é direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;
- (xv) o direito de acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social de requerer qualquer informação que for de competência do Conselho Fiscal (§ 6º do art. 163²⁵⁴). Configura-se direito direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente;

²⁵² “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia” (BRASIL, 1976b).

²⁵³ “Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio. [...]§ 4º Se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social” (BRASIL, 1976b).

²⁵⁴ “Art. 163 [...] § 6º O conselho fiscal deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência” (BRASIL, 1976b).

- (xvi) o direito de acionistas não controladores que representem, ao menos, 5% das ações ordinárias emitidas, ou das ações preferenciais sem direito a voto, de requerer o funcionamento de Conselho Fiscal de companhia ligada ao grupo econômico da S.A. Trata-se de direito direcionado a uma minoria qualificada, e não a qualquer minoritário irrestritamente.

Foram encontrados²⁵⁵, no total, 16 direitos direcionados a acionistas minoritários, tratando-se de rol maior que o encontrado para os cotistas minoritários de FIDC, aos quais a norma regulatória previu 4 direitos. Configura-se conjunto de dispositivos que conferem aos minoritários *status* especial, com a finalidade de alcançar os objetivos listados no item 4.3.

No próximo capítulo, compara-se o *status* de minoritário de cotistas de FIDC com os acionistas de S.A, iniciando-se pela diferenciação dos conceitos de maioria, minoria e poder controle nos fundos, passando pela estrutura administrativa interna de S.A e FIDC, natureza das cotas e ações, chegando até a investigação das proteções conferidas aos minoritários em si.

5 A PROTEÇÃO DO COTISTA MINORITÁRIO DE FIDC

Assim como as instruções que revogou, a Resolução CVM n. 175/2022 não conferiu atenção singular aos cotistas minoritários de FIDC. Em análise dos relatórios de análise das Audiências Públicas SDM n. 08/2020 e 08/2021 (BRASIL, 2021a), que resumem os principais posicionamentos recebidos pelas pessoas (jurídicas e naturais) que participaram das audiências, bem como exprimem o posicionamento da CVM em relação a eles, não há menção a proteção em razão de atos potencialmente lesivos por parte de controladores ou administradores de fundos de investimento em geral.

A norma inovou ao prever expressamente a vedação ao voto proferido por cotista que tenha conflito de interesses com o fundo, como mencionado no subitem 3.5.3. Essa previsão, entretanto, não se destina somente aos

²⁵⁵ Além de todas as fontes bibliográficas citadas nesta dissertação, utilizou-se como método a leitura integral da Lei n. 6.404/1976, bem como a procura direcionada de termos como “por cento”, “porcentagem”, “fração”, “acionista” e “direito”, juntos ou separados.

minoritários, configurando-se um direito aplicável a todos os cotistas, não se comparando por exemplo à extensão das proteções conferidas pela Lei n. 6.404/1976 aos acionistas minoritários, conforme visto no capítulo anterior.

As comparações entre companhias e fundos de investimento, aliás, explicitam diferenças substanciais entre os dois, o que será demonstrado no item a seguir. A própria CVM já destacou a existência dessas diferenças no Edital de Audiência Pública SDM n. 08/21, ao mencionar que, apesar de ter sido influenciado por norma que trata sobre sociedades anônimas abertas (Resolução CVM n. 44/2021), o edital é que trataria sobre os assuntos postos em pauta quanto aos fundos de investimento, diante das “diferenciações formais e substanciais existentes entre companhias e fundos de investimento” (BRASIL, 2021a, p. 3).

Levando em consideração que as sociedades anônimas são instituições mais antigas e consolidadas no mercado, toma-se como base comparativa seu regramento para tratamento dos minoritários demonstrado no capítulo 4 para verificar se há justificativa para ausência de proteção aos cotistas minoritários de FIDC, assunto que será discutido nos próximos itens.

5.1 Os conceitos de minoria, maioria e poder de controle em FIDC

Os conceitos de maioria, minoria e poder de controle tratados foram analisados sob o prisma das sociedades anônimas, campo em que já existem pesquisas que enfrentaram o tema, conforme demonstrado no capítulo anterior. Como o objetivo desta pesquisa focaliza-se nos cotistas minoritários de FIDC, torna-se necessário acrescentar a tais conceitos o que está disposto em suas normas reguladoras, com destaque para a Resolução CVM n. 175/2022.

Relembre-se, inicialmente, as premissas construídas no capítulo anterior quando da análise dos mesmos institutos, convertendo-as para a realidade dos FIDCs:

- a) a necessidade de existência de pluralidade de cotistas em um FIDC, para que se discuta a existência de maioria e minoria;

- b) a superação do conceito lexicológico dos referidos institutos, que considera como maioria de cotistas aqueles que simplesmente possuem maior número de cotas em um FIDC;
- c) com base na superação anterior, a construção do conceito de maioria como aquele(s) que possui(possuem) um número de cotas com direito a voto suficiente para dominar as deliberações tomadas em assembleia. Como os FIDCs também possuem as assembleias gerais e especiais como órgãos deliberativos supremos, a realidade de fato se assemelha à das S.As. A exceção se dá quando o regulamento do FIDC prevê a possibilidade de substituição da assembleia por processo de consulta formal, o que torna a reunião dos cotistas prescindível, conforme disposto nos §§ 5º e 6º do art. 76 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022²⁵⁶);
- d) a consideração de que o conceito de maioria destacado acima não necessariamente reflete no controle do FIDC por esta pessoa ou grupo, uma vez que o controle exige o exercício assíduo do direito a voto nas deliberações tomadas em assembleia (apesar das normas de FIDC não conceituarem controle ou poder de controle, essa realidade também pode ocorrer, diante da inexistência de obrigatoriedade de comparecimento de cotistas com direito a voto em assembleias);
- e) a possibilidade de que a propriedade e o controle sejam separados, de maneira que o controle do FIDC possa ser exercido independentemente da propriedade de cotas em alguns casos (as hipóteses de exercício de poder de controle se aplicam aos casos de FIDC quando não se tratar de institutos específicos da Lei de S.A²⁵⁷.

²⁵⁶ “Art. 76 [...]. § 5º O regulamento pode dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas. § 6º Na hipótese a que se refere o § 5º, deve ser concedido aos cotistas o prazo mínimo de 10 (dez) dias para manifestação, contado da consulta por meio eletrônico, ou de 15 (quinze) dias, contado da consulta por meio físico” (BRASIL, 2022e).

²⁵⁷ Um caso que não se aplica aos FIDCs, por exemplo, é o do Acordo de Acionistas, instituto regrado pelo art. 118 da Lei das S.As., e já citado nesta pesquisa. O Acordo de Acionistas de S.A, possui regras específicas trazidas pela Lei que são inaplicáveis aos FIDCs, diante da maior liberdade de atuação no âmbito desses fundos, também já demonstrada. O regulador expressamente mencionou sua intenção de deixar esses fundos com escopo de atuação mais livre, sem adstrição a normas excessivas. Isso não significa, entretanto, que em um FIDC não possa existir um Acordo de Cotistas, significando tão somente que as normas previstas na Lei das S.As. não serão aplicadas, devendo os cotistas se aterem ao que estiver disposto no Regulamento do fundo, bem como nas normas que tratam sobre contratos em geral. A única

No caso de controle exercido por procuração, por exemplo, enxerga-se como possível, pois nada impede a existência de um FIDC em que uma parcela majoritária de cotistas com direito a voto outorgue poderes a procuradores ou comitê de procuradores para representá-los. Há autorização expressa para que tal situação ocorra no *caput* e § 2º do art. 77 da Parte Geral da Resolução CVM n. 75/2022²⁵⁸).

Estabelecidas as premissas, passa-se à análise das menções a tais institutos na Resolução CVM n. 175/2022. O conceito de maioria tem destaque, na referida resolução, no art 76²⁵⁹ de sua Parte Geral, que estabelece a regra para quórum deliberativo em assembleias de fundos de investimento: as decisões serão tomadas por maioria dos votos dos presentes. O § 1º²⁶⁰ do mesmo artigo, entretanto, deixa margem subjetiva para que o regulamento do fundo estabeleça quórum qualificado para as deliberações, inclusive nos assuntos listados no art. 70²⁶¹, que são os chamados de “competência privativa”²⁶² da assembleia. Não há menção sobre o que se considera como quórum qualificado, o que dá uma extensa margem de liberdade ao estatuto para defini-la.

Por não haver menções aos conceitos de maioria e minoria no Anexo II

previsão sobre uma espécie de acordo entre cotistas se encontra no inciso LXI do art. 3º da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022 (BRASIL, 2022e), que não traz detalhes nem nenhum tipo de regramento quanto ao acordo, mencionando tão somente a possibilidade de sua existência para vincular os cotistas a votarem em conjunto.

²⁵⁸ “Art. 77. Somente podem votar na assembleia geral ou especial os cotistas inscritos no registro de cotistas na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos. § 2º O procurador deve possuir mandato com poderes específicos para a representação do cotista em assembleia, devendo entregar um exemplar do instrumento do mandato à mesa, para sua utilização e arquivamento pelo administrador” (BRASIL, 2022e).

²⁵⁹ “Art. 76. As deliberações da assembleia de cotistas são tomadas por maioria de votos dos presentes” (BRASIL, 2022e).

²⁶⁰ “§ 1º O regulamento pode estabelecer quórum qualificado para as deliberações, inclusive as relativas às matérias previstas no art. 70” (BRASIL, 2022e)

²⁶¹ “Art. 70. Compete privativamente à assembleia de cotistas deliberar sobre: I – as demonstrações contábeis, nos termos do art. 71; II – a substituição de prestador de serviço essencial; III – a emissão de novas cotas, na classe fechada, hipótese na qual deve definir se os cotistas possuirão direito de preferência na subscrição das novas cotas, sem prejuízo do disposto no art. 48, § 2º, inciso VII; IV – a fusão, a incorporação, a cisão, total ou parcial, a transformação ou a liquidação do fundo ou da classe de cotas; V – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 52; VI – o plano de resolução de patrimônio líquido negativo, nos termos do art. 122; e VII – o pedido de declaração judicial de insolvência da classe de cotas” (BRASIL, 2022e).

²⁶² As aspas se justificam por se tratar de uma competência privativa derogável por meio de norma estatutária.

da norma, essa é a única adição que se faz às premissas adaptadas à realidade dos FIDCs arroladas acima. Conclui-se, assim, haver possibilidade de um FIDC possuir regulamento que preveja quórum qualificado para boa parte, ou até mesmo a integralidade de suas deliberações, sem limitações quanto à quantidade de votos suficientes para formar tal quórum. Abre-se margem para situações em que o quórum qualificado represente, por exemplo, 90% dos cotistas com direito a voto, o que certamente dificultaria o processo de tomada do poder de controle. Tal mecanismo pode ser utilizado pelos cotistas majoritários e detentores do poder de controle para tentar perpetuá-lo, ao alterar o regulamento para exigir quórum qualificado que represente a quantidade de votos que possui atualmente. Eventual alteração no poder de controle, nesses casos, exigiria desembolso financeiro correspondente a parte considerável das cotas com direito a voto, o que ajudaria a afastar potenciais compradores.

Somando as cinco premissas destacadas com a estabelecida no parágrafo anterior, chega-se ao atual tratamento que as normas de FIDC conferem à maioria e à minoria no País.

Quanto ao tema do poder de controle, também serão tomados como base os conceitos e modalidades demonstradas no capítulo anterior, adicionando, ainda, as considerações cabíveis aos fundos. Quanto aos conceitos, seguem suas aplicações aos FIDCs:

- a) o controle se trata de uma prerrogativa de um titular de poder superior de impor suas decisões sobre o titular de poder inferior. Em FIDC, as decisões são tomadas por meio de seus órgãos deliberativos: assembleia geral, para o fundo, e especial para a classe e subclasse de cotas;
- b) o controle pode ser dividido em três vertentes: em relação ao fundo, à classe e à subclasse de cotas. Como há uma assembleia específica para tratar sobre cada uma delas, o poder de controle pode existir no bojo de qualquer uma;
- c) para que o controle seja efetivo, o direito a voto do cotista ou grupo de cotistas majoritário terá de ser exercido de fato, não bastando a existência de “controle em potencial”. Importante mencionar que não há instituto semelhante à B3 para o caso dos FIDCs, que tenha

- estabelecido critérios objetivos para verificação do poder de controle, sendo inaplicáveis, assim, as disposições dos segmentos especiais de listagem da B3 demonstrados no capítulo anterior;
- d) há autorização normativa para separação entre propriedade de cotas e poder de controle, diante da previsão expressa do voto por procuração, conforme visto no capítulo 3;
 - e) tratando-se do controle por meio de mecanismos legais sem propriedade majoritária: (i) há possibilidade de controle piramidal do fundo, classe e subclasse de cotas por meio de holdings, que não possuem óbice para as subscreverem; (ii) há possibilidade de emissão de cotas sem direito a voto; (iii) há possibilidade de emissão de cotas com limitação ao direito a voto; e (iv) há margem para exercício do direito a voto por procuração (os itens ii, iii e iv já foram demonstrados no capítulo 3, motivo pelo qual não se aprofundará novamente nos temas);
 - f) as hipóteses de controle externo no caso dos FIDCs reduzem consideravelmente em relação às S.As., uma vez que as classes de cotas somente estão autorizadas a celebrar contratos de mútuo na posição de mutuário para: (i) fazer frente à inadimplência de cotistas de classes restritas que subscreveram cotas, mas não as integralizaram, desde que o Regulamento do fundo assim preveja (inciso V do art. 113 da Parte Geral²⁶³); (ii) cobrir o patrimônio líquido de classe de cotas em que a responsabilidade dos cotistas se limita ao valor por eles subscrito (item 3, da alínea “a”, do inciso II do art. 122 da Parte Geral²⁶⁴). Também são inaplicáveis as modalidades de

²⁶³ “Art. 113. O regulamento da classe de cotas restrita pode: [...] V – permitir que o gestor contraia empréstimos em nome da classe de cotas para fazer frente ao inadimplemento de cotistas que deixem de integralizar as cotas que subscreveram, observado que o valor do empréstimo está limitado ao valor necessário para assegurar o cumprimento de compromisso de investimento previamente assumido pela classe ou para garantir a continuidade de suas operações” (BRASIL, 2022e).

²⁶⁴ “Art. 122. Caso o administrador verifique que o patrimônio líquido da classe de cotas está negativo e a responsabilidade dos cotistas seja limitada ao valor por eles subscrito, deve: [...] II em até 20 (vinte) dias: a) elaborar um plano de resolução do patrimônio líquido negativo, em conjunto com o gestor, do qual conste, no mínimo: [...] 3. Proposta de resolução para o patrimônio líquido negativo, que, a critério dos prestadores de serviços essenciais, pode contemplar as possibilidades previstas no § 4º deste artigo, assim como a possibilidade de tomada de empréstimo pela classe, exclusivamente para cobrir o patrimônio líquido negativo [...]” (BRASIL, 2022e).

controle por fornecedores, compradores e franqueadores, uma vez que os FIDCs não dependem da compra ou venda de mercadorias para o desenvolvimento de sua principal atividade, tampouco são autorizados legalmente a constituir franquias²⁶⁵;

- g) há espaço para o exercício do controle administrativo em que a dispersão de cotistas do fundo, classe ou subclasse de cotas é tão significativa a ponto de levar ao esvaziamento das assembleias gerais ou especiais. Nesses casos, o controle na prática é transferido aos prestadores de serviços essenciais, ou a um comitê de procuradores, conforme disposto no capítulo 4;
- h) não há atribuição de responsabilidades específicas aos controladores em razão de seu status, diferentemente do caso das S.As., em que há normas legais direcionadas a essa responsabilização. A verificação de responsabilidade dos cotistas controladores em função da prática de atos abusivos deverá ser feita seguindo as normas de Direito Civil, notadamente o CC/2002;

Note-se, também, que existem diferenças entre o controle exercido em uma S.A. e em um FIDC, classe ou subclasse de cotas, o que denota a especificidade da realidade desses últimos.

Estabelecidas as premissas da maioria, minoria e poder de controle em um FIDC, chega-se à análise da existência de justificativas para proteção dessas minorias, o que será matéria de enfrentamento do próximo item.

5.2 Justificativas para proteção das minorias nos FIDCs

No capítulo 4, demonstrou-se que aos minoritários de S.A foram lançadas proteção ainda quando da publicação da Lei n. 6.404/1976, sendo eles uma das justificativas de publicação da Lei. Posteriormente, essa proteção foi ampliada, com destaque para a reforma realizada em 2001 e, logo após, para as normas autorregulatórias referentes aos segmentos de listagem da B3.

²⁶⁵ “Art. 1º [...] § 2º A franquia pode ser adotada por empresa privada, empresa estatal ou entidade sem fins lucrativos, independentemente do segmento em que desenvolva as atividades” (BRASIL, 2019c).

Chegou-se à conclusão de que o *status* de minoritário é passível de proteção especial sob as justificativas de pulverizar as participações acionárias e democratizar o acesso ao mercado de capitais, com o objetivo de garantir um ambiente mais chamativo a investidores. Demonstrou-se que a existência de um controle acionário pulverizado proporciona discussões internas mais profícuas visando ao desenvolvimento da sociedade empresária, uma vez que capitais votantes inexpressivos não são capazes de influenciar os demais acionistas a deliberar por interesses próprios.

No que se refere ao contexto dos FIDCs, o raciocínio se inicia com as já revogadas instruções ICVMs n. 555 (BRASIL, 2014), 444 (BRASIL, 2006), 399 (BRASIL, 2003) e 356 (BRASIL, 2001a), com destaque para a última, por ser a norma que inaugurou essa categoria de fundo no País no contexto da CVM. Não foi possível, entretanto, buscar qual foi a justificativa, ou histórico, que levou à publicação da ICVM n. 356 com um escopo reduzido de proteção aos minoritários, diante da inexistência de publicação no site oficial da CVM de qualquer informação relativa ao Edital de Consulta Pública que originou a norma.

Diante disso, foi realizada consulta à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM via Lei de Acesso à Informação (protocolada sob o n. 18820.000211/2022-78), solicitando o envio de quaisquer informações sobre a audiência pública e/ou eventuais discussões em âmbito interno ou externo ao órgão que originaram a ICVM n. 356. A resposta do órgão, registrada no dia 28 de março de 2022, foi taxativa ao afirmar que a CVM só passou a divulgar algumas informações sobre audiências públicas a partir de 2005 e que só iniciou a divulgação dos editais a partir de 2007. Houve negativa ao pedido de acesso à informação, feito por inexistência de qualquer registro na CVM do edital de consulta pública realizado à época.

Na resposta, entretanto, frisou-se o fato de que a ICVM n. 356/2001 (BRASIL, 2001a) foi editada poucos dias após a edição da Resolução CMN n. 2.907/2001 (BRASIL, 2001c), sendo essa última a norma que ensejou a edição da ICVM n. 356. Foi enviado o link para acesso à Ata da 720ª Sessão do Conselho Monetário Nacional, realizada em 29 de novembro de 2001 (BRASIL, 2001b, p. 47-53), que tratou sobre a matéria no CMN, com indicação das páginas em que a discussão foi relatada, sendo relevantes dois pontos específicos: a) há indicação de que houve discussão no Edital de Consulta Pública da ICVM n.

356/2001 (BRASIL, 2001a) quanto à necessidade de proporcionar aos administradores dos fundos “liberdade operacional compatível com a diversidade dos ativos elegíveis e com a complexidade das operações envolvidas, exigindo-se, em contrapartida, ampla divulgação de informações aos investidores” (BRASIL, 2001b, p. 49); b) estipulação de inserção na minuta da Resolução CMN n. 2.907/2001 da previsão de que a aplicação de recursos nos FIDCs seria limitada a investidores qualificados (BRASIL, 2001b, p. 51).

Observe-se, assim, que um dos pilares da construção do texto da ICVM n. 356 foi o de garantir “liberdade operacional” aos administradores de FIDC, considerando a complexidade das atividades desenvolvidas pelo fundo. Ao mesmo tempo, houve consenso também quanto à necessidade de restringir a emissão e a negociação de cotas aos investidores qualificados.

Em uma comparação da origem da Lei n. 6.404/1976 com a da ICVM n. 356/2001, nota-se que enquanto a primeira possui como um de seus pilares a existência de normas restritivas às ações daqueles que exercem o poder de controle da sociedade, a segunda é pautada pela liberdade operacional dos administradores do fundo, que são, por sua vez, submetidos à vontade dos cotistas majoritários em assembleia geral.

O cenário se alterou recentemente com a publicação da Resolução CVM n. 175/2022, que, dentre outras mudanças já destacadas no capítulo 3, inaugurou a possibilidade de o público em geral subscrever cotas seniores e subordinadas mezanino de FIDC, desde que cumpridos alguns requisitos por parte da classe de cotas que preveja tal abertura. Logo, parte da justificativa apresentada na Ata da 720ª Sessão do CMN (BRASIL, 2001b) já foi abandonada, restando tão somente a pretensa liberdade operacional aos administradores, exigindo-se, em contrapartida, ampla divulgação de informações aos cotistas.

Anteriormente às alterações promovidas pela Resolução CVM n. 175/2022, seria possível afirmar que o regulador optou por não abarcar os minoritários da mesma forma que no caso das S.As., diante da impossibilidade de subscrição de cotas pelo público em geral, sendo essas limitadas aos investidores qualificados e profissionais. Questiona-se, entretanto: o fato de esses investidores terem mais experiência e conhecimento nesse tipo de mercado implicava submetê-los, automaticamente, a atos potencialmente

abusivos por parte de majoritários? A resposta lógica para tal questionamento é negativa, pois o fato de os cotistas minoritários antes da Resolução CVM n. 175/2022 não receberem proteção normativa especial não os impedia de buscar a tutela judicial para anulação de eventuais atos abusivos ou ilícitos por outros meios legais, bem como para responsabilização civil dos majoritários.

As normas de Direito Civil, especificamente quanto ao cometimento de atos ilícitos (art. 187 do CC20/02), poderiam ser invocadas pelos cotistas minoritários que fossem capazes de demonstrar em juízo a abusividade de eventuais deliberações majoritárias tomadas em assembleia em prejuízo da posição minoritária. Se houvesse demonstração de que a deliberação tomada em assembleia excedeu os limites impostos pelo fim econômico ou social do FIDC, por exemplo, abrir-se-ia margem para discutir sua nulidade.

A ausência de proteção normativa especial não implicava, portanto, que os cotistas minoritários estivessem à mercê de quaisquer decisões eventualmente abusivas ou ilícitas tomadas pelos controladores. O que eram escassas (e ainda são), no caso dos FIDCs, eram normas preventivas em relação às deliberações e ações dos controladores, tal qual como existe no caso dos acionistas de S.A.

O cenário atual, portanto, é o seguinte: (i) a liberdade operacional aos administradores se mantém; (ii) há deveres de divulgação de informações por parte do administradores compatíveis com o que se previu quando da inauguração dos FIDCs no País; (iii) a subscrição de cotas pode ser realizada pelo público em geral, desde que cumpridos determinados requisitos pela classe de cotas que pretender fazê-lo; (iv) as proteções preventivas aos direitos dos cotistas minoritários são escassas, em comparação aos direitos dos acionistas minoritários de S/A, classe de investidores semelhantes (v) não há impedimento para que os cotistas minoritários busquem a tutela jurisdicional para reparação de eventuais atos abusivos utilizando, para tanto, das normas cíveis atualmente existentes e aplicáveis às relações entre cotistas.

Entretanto, há duas críticas a se fazer quanto ao cenário posto.

Primeiro: quanto a liberdade operacional dos administradores, não se vislumbra muita diferença prática em relação às S.A., já que os administradores de FIDC são os prestadores de serviço essenciais, que, por sua vez, são submetidos às deliberações da assembleia (podendo inclusive serem destituídos

por ela). Logo, os administradores estão comumente vinculados à vontade dos controladores. O fato de haver um regime informacional extenso não elimina a existência de um grupo controlador que pode exercer a sua influência sobre os administradores do FIDC e praticar atos potencialmente lesivos à minoritários.

Segundo: o fato dos minoritários se verem obrigados a recorrer ao judiciário para reparação de atos abusivos já os coloca em posição prejudicada, uma vez que o acionamento do judiciário implica em custos financeiros e nem sempre leva ao alcance da tutela jurisdicional solicitada. Se, por exemplo, o cotista minoritário que busque a tutela jurisdicional para reparação de algum dano causado por controladores não possua os benefícios da gratuidade da justiça (art. 98 do CPC/15²⁶⁶), em caso de improcedência total ou até mesmo parcial de seus pedidos, se verá obrigado a arcar, além das custas processuais, com honorários sucumbenciais fixados pelo magistrado competente ao julgamento da causa. Obrigar os cotistas minoritários a ajuizar uma ação não somente implica nesses riscos, como também não coíbe atos abusivos dos majoritários. Não há medidas preventivas aos atos abusivos de controladores nesse caso, mas tão somente um remédio corretivo (ação judicial) que nem sempre pode levar aos efeitos esperados.

Logo, conclui-se que o fato de a CVM não ter se manifestado em nenhum momento quanto ao tema dos cotistas minoritários não elimina a existência de justificativas para que tais proteções sejam criadas. As justificativas encontradas para proteção dos acionistas de S.A. (necessidade de serem criadas e mantidas estruturas que propiciem a dispersão acionária, na tentativa de democratizar o acesso ao mercado de capitais com objetivo de garantir um ambiente mais chamativo a investidores) não são afastadas no caso dos FIDCs por meio da ausência de discussão do regulador sobre o tema FIDCs. É plausível, portanto, vislumbrar um ambiente em que existam proteções mais extensivas (e preventivas) aos direitos dos cotistas minoritários de FIDC, de maneira a dispersar o controle de cotas, objetivando democratizar o acesso ao mercado de capitais.

²⁶⁶ “Art. 98. A pessoa natural ou jurídica, brasileira ou estrangeira, com insuficiência de recursos para pagar as custas, as despesas processuais e os honorários advocatícios tem direito à gratuidade da justiça, na forma da lei.” (BRASIL, 2015).

5.3 A possibilidade de utilização de normas legais cíveis para reparação de atos abusivos dos majoritários

Os FIDCs, ao emitirem cotas que possuem natureza de valor mobiliário²⁶⁷, por meio da oferta ao público selecionado e posterior assinatura dos contratos que formalizam a subscrição, praticam atividade afeta ao mercado de capitais, captando recursos de terceiros que visam à remuneração desse recurso próprio. Além disso, os FIDCs também praticam atividade afeta ao mercado de crédito, uma vez que entregam moeda, mediante celebração de contratos de cessão de crédito, a sujeitos (cedentes do crédito), que, por diversos motivos, não podem aguardar o recebimento de tais valores no futuro.

Para o desenvolvimento de tais atividades, os FIDCs contam com uma extensa estrutura administrativa, demonstrada no capítulo 3, bem como com um controle regulatório que visa conferir certa segurança jurídica aos investidores interessados. Essa estrutura administrativa é composta pela organização de bens (móveis e imóveis), entrega de recursos financeiros e contratação de profissionais tanto para a concessão segura do crédito quanto para a captação e gestão de recursos de terceiros. Tratam-se, assim, de atividades organizadas e desenvolvidas por profissionais que visam tanto à remuneração de recursos de terceiros quanto à aquisição relativamente segura de crédito junto aos cedentes.

Apesar de o Código Civil de 2002 e a regulação da CVM conferirem aos FIDCs natureza de condomínio especial, as principais atividades desenvolvidas por esse condomínio se referem a atividades econômicas organizadas, exercidas profissionalmente e que visam à remuneração de seus investidores por meio da celebração de uma série de contratos que promovem a circulação da moeda. São realizadas, sem dúvida, de maneira semelhante aos modos de exercício das atividades praticadas por sociedades empresárias, conforme exposto no art. 966 do CC/2002²⁶⁸.

²⁶⁷ Art. 2º, inciso V, da Lei n. 6.385/1976: “Art. 2 São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos” (BRASIL, 1976a).

²⁶⁸ “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços” (BRASIL, 2002)

Analisando-se o Direito Empresarial em sua totalidade, entretanto, seria um erro afirmar que todas as suas normas se aplicam aos FIDCs de maneira irrestrita. Ao afirmá-lo, por exemplo, estar-se-ia submetendo os FIDCs aos procedimentos específicos de Falência e Recuperação de Empresas em casos de insolvência jurídica, o que é ilógico, uma vez que, por expressa previsão legal, trata-se de condomínios de natureza especial, estando submetidos ao CC/2002²⁶⁹ e às normas reguladoras específicas emitidas pela CVM²⁷⁰, que, dentre outras matérias, lista as hipóteses e regula o procedimento específico de liquidação dos fundos de investimento²⁷¹. O fato de os fundos de investimento terem sido classificados pelo legislador como condomínios de natureza especial, submetidos à regulação da CVM, portanto, acarreta diversas consequências práticas – por exemplo, a inaplicabilidade das normas de falência e recuperação de empresas.

Trata-se de um ramo específico do Direito Empresarial no qual, para aferir quais normas são aplicáveis a tais instituições, primeiramente, deve-se analisar a existência de atos normativos publicados pela CVM que tratem sobre situações também específicas. Havendo normas editadas pela CVM que tratem sobre determinado assunto envolvendo os FIDCs, é forçoso concluir pela aplicação dessas normas, tendo em vista a previsão legislativa expressa no já citado § 2º do art. 1.368-C do CC/2002.

É possível concluir, assim, que os FIDCs são condomínios de natureza especial que atraem normas reguladoras próprias editadas pela CVM, que, por sua vez, conferem ao modo de exercer suas principais atividades caráter nitidamente empresarial, sem, contudo, poderem ser considerados sociedades empresárias para fins de aplicação do regime jurídico societário.

Chega-se à conclusão, portanto, de que o fato de os FIDCs exercerem atividades com caráter empresarial não justifica a aplicação de determinadas normas que regem as sociedades empresariais. Se a CVM, por meio de sua competência atribuída pelo § 2º do art. 1.368-C do CC/2002, editou normas

²⁶⁹ O § 1º do art. 1.368-E prevê expressamente a aplicação dos arts. 955 a 965 a fundos de investimento com limitação de responsabilidade dos cotistas, o que implica dizer que são aplicáveis a esses fundos as normas sobre insolvência civil.

²⁷⁰ Conforme o já citado § 2º do art. 1.368-C do CC/2002 (BRASIL, 2002).

²⁷¹ Exemplos: arts. 123 a 125 e Capítulo XIV da Resolução CVM n. 175/2022 (BRASIL, 2022), que regulam, respectivamente, a insolvência do fundo ou classe de cotas e a sua liquidação e encerramento.

específicas sobre algum assunto que envolve os FIDCs, afasta-se de imediato a aplicação do regime jurídico societário.

No caso dos cotistas minoritários, verificou-se que a CVM atribuiu (mesmo que insuficiente) determinada proteção normativa aos seus direitos (exposta no capítulo 3), bem como norteou a construção da sua principal norma reguladora de FIDC tendo como premissa a liberdade operacional dos administradores, que estão submetidos à assembleia geral ou especial, que, por sua vez, deliberam conforme a votação de maioria de seus cotistas com direito a voto. Assim, há possibilidade dos administradores (que são submetidos à vontade dos controladores), por meio do regulamento de cada fundo e do anexo descritivo de cada classe estabelecerem proteções diferenciadas aos seus cotistas minoritários.

Conclui-se, com base na análise da origem e das discussões que levaram à edição da ICVM n. 356/2001 e, posteriormente, da Resolução CVM n. 175/2022, bem como do modo específico como os FIDCs se estruturam e exercem suas principais atividades, não haver justificativa aplicação por analogia das normas de S.As. para o caso dos FIDCs. Isso não implica em dizer, entretanto, que os minoritários de FIDCs não mereçam proteção especial, o que será objeto de conclusão posterior.

A conclusão acima se mostra relevante quando se analisam conflitos envolvendo cotistas minoritários de fundos de investimento já levados ao Judiciário. Há uma decisão específica que determinou a extensão dos direitos dos acionistas de S.A. aos cotistas de um fundo de investimento de maneira questionável.

Trata-se do acórdão proferido pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP), no julgamento do Agravo de Instrumento n. 2024545-71.2021.8.26.0000 (SÃO PAULO, 2021), em que um cotista minoritário de Fundo de Investimento em Participações (FIP), detentor de 41,50% das cotas do fundo, requereu declaração de nulidade da assembleia geral de cotistas, em sede de tutela cautelar de caráter antecedente, por alegação de o tema deliberado ser contrário a um acordo de cotistas firmado com os cotistas majoritários. O relator, na oportunidade, deferiu a tutela cautelar de caráter antecedente, determinando a suspensão dos efeitos da deliberação feita em assembleia. Em sua

fundamentação, aplicou o art. 286 da Lei n. 6.404/1976²⁷², referindo-se à validade de proposição de ação para anulação de deliberações tomadas em assembleia geral que violam a Lei ou o Estatuto. Além disso, o relator referendou o argumento utilizado pelo magistrado de primeiro grau, que invocou o art. 118, § 8º, da Lei n. 6.404/1976²⁷³, quanto ao dever do presidente da assembleia de não computar o voto proferido com infração ao acordo de acionistas.

Nesse caso, o relator deixou de justificar os motivos de aplicação da Lei n. 6.404/1976 ao FIP, simplesmente fundamentando sua decisão, dentre outros dispositivos de outras leis, nos artigos aplicáveis às S.As. citados. Nota-se que houve extensão da aplicação da legislação das S.As., que confere proteção ao acionista prejudicado em caso de deliberação contrária ao disposto em acordo de acionistas, sem a devida motivação da decisão. Percebe-se a confusão feita entre os direitos aplicáveis aos acionistas e cotistas na análise do trecho a seguir, retirado da decisão interlocutória de 1º grau confirmada e citada em sede de 2º grau:

Aliás, se ilegalidade houve, decorreu da colheita de voto da SIRI na referida assembleia pelo presidente do ato, sem a observância do artigo 118, § 8º, da Lei n. 6.404/76, que impõe ao presidente da assembleia não compute o voto proferido com infração de **acordo de acionistas**. De todo modo, como consta em 1:04:40 da gravação da assembleia aqui questionada, ao final, o presidente do ato acabou por computar o voto da SIRI no mesmo sentido do TITÂNIO 01, exatamente por levar em conta o **acordo de cotistas**, o que foi refletido na ata da assembleia, conforme fls. 753/755 (SÃO PAULO, 2021, p. 7, grifos nossos).

A decisão se refere em um primeiro momento ao “acordo de acionistas” e um dispositivo legal da Lei das S.As. para, logo em seguida, no mesmo parágrafo, referir-se ao “acordo de cotistas” (citando dois contratos diferentes como se fossem sinônimos) sem qualquer justificativa plausível, aplicando uma proteção aos cotistas que legalmente somente é conferida aos acionistas. Importante frisar que a Instrução CVM n. 578/2016 (BRASIL, 2016), que

²⁷² “Art. 286. A ação para anular as deliberações tomadas em assembleia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação” (BRASIL, 1976b).

²⁷³ “Art. 118 [...] § 8º O presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado” (BRASIL, 1976b).

dispunha à época sobre os Fundos de Investimento em Participações, da mesma maneira que a atual Resolução CVM n. 175/2022, aplicável aos FIDCs, não estabelecia subsidiariedade da referida norma à Lei n. 6.404/1976 em caso de supostas lacunas, o que justifica a análise dessa decisão mesmo não se tratando de um caso específico de FIDC.

É possível identificar que tanto o magistrado de primeiro grau quanto a 2ª Câmara Reserva de Direito Empresarial do TJSP conferiram proteção ao cotista minoritário por entenderem que a decisão da assembleia geral violou o acordo de cotistas anteriormente firmado.

Entende-se, contudo, haver incongruência na aplicação da Lei n. 6.404/1976 para justificar a anulação da deliberação tomada em assembleia, uma vez que isso poderia ser feito unicamente com base nas normas gerais de Direito Civil aplicáveis aos contratos em geral, não sendo justificável atrair aos fundos de investimento a aplicação de normas societárias específicas ao regime das S.As.

Os cotistas são titulares de direitos patrimoniais e políticos referentes às cotas, não sendo vedado, salvo dispositivo normativo contrário, dispor desses direitos (CARVALHO, 2014). A regulação da CVM não atribui caráter de indisponibilidade ao direito a voto, podendo o regulamento dispor sobre o impedimento de determinada classe de cotistas de exercê-lo. Por esse motivo, torna-se lícita a pactuação de contrato atípico²⁷⁴ entre cotistas de FIDC, que podem estabelecer os termos contratuais para exercício de seus respectivos direitos a voto. Nesse contrato atípico, devem ser observadas as normas gerais estipuladas pelo CC/2002 aos negócios jurídicos. Dentre elas, destacam-se: agente capaz; objeto lícito, possível, determinado ou determinável; forma prescrita ou não defesa em lei²⁷⁵ e inexistência de dispositivo legal que preveja forma específica para validar a declaração de vontade²⁷⁶. No acordo de cotistas

²⁷⁴ Sobre a licitude do contrato atípico, assim dispõe o art. 425 do CC/2002: “Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.” (BRASIL, 2002).

²⁷⁵ Sobre a validade do negócio jurídico, assim dispõe o art. 104, *caput* e incisos I a III, do CC/2002: “Art. 104. A validade do negócio jurídico requer: I – agente capaz; II – objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III – forma prescrita ou não defesa em lei.” (BRASIL, 2002).

²⁷⁶ O art. 107 do CC/02 determina a desnecessidade de forma específica para validar a declaração de vontade, salvo disposição legal em contrário: “Art. 107. A validade da declaração de vontade não dependerá de forma especial, senão quando a lei expressamente a exigir.” (BRASIL, 2002).

(contrato atípico) que estabeleça normas para exercício do direito a voto, os agentes (cotistas) são capazes, o objeto (direito a voto) é lícito, possível e determinado e não há forma específica para sua celebração, além de não ser proibida por lei.

Esse raciocínio leva à conclusão de que as disposições estabelecidas em acordo de cotistas devem ser respeitadas pelas partes envolvidas, sendo válido à parte prejudicada exercer seu direito de ação para levar o conflito à apreciação do Judiciário, independentemente da existência de dispositivos em outras leis que tratam sobre acordos feitos entre outros tipos de investidores.

Mesmo sendo desnecessária a aplicação da Lei n. 6.404/1976 no caso exposto no julgado citado (SÃO PAULO, 2021) para que o cotista minoritário tivesse êxito na ação proposta requerendo a anulação da deliberação tomada em assembleia, existe ainda um grande impacto nessa aplicação por analogia feita pelos magistrados: ao fazê-lo, estão desconsiderando que o acordo de acionistas é um contrato típico previsto na Lei n. 6.404/1976, em que é disposta a obrigatoriedade de seu arquivamento na sede da companhia²⁷⁷. O presidente da assembleia geral, em tese, deve ter conhecimento de seu conteúdo para que possa exercer seu dever de anular o voto de acionista que seja contrário ao acordo. No caso dos fundos de investimento, não há qualquer previsão que atribua ao acordo de cotistas tal caráter. Nesse caso, não é necessário que o presidente da assembleia geral ou especial de cotistas tenha procedimento previsto para ter conhecimento do referido acordo no momento da realização do ato, a não ser que o regulamento ou anexo descritivo preveja a obrigatoriedade, de alguma forma específica, de seu registro.

Em consulta ao regulamento do referido FIP, a única menção a “acordo de cotistas” é feita de maneira genérica no § 11º do art. 21²⁷⁸, que trata sobre o Comitê de Investimentos do fundo, não tendo relação com temas deliberados em assembleia geral, nem mesmo com temas relativos à obrigatoriedade de registro de acordo de cotistas ou a algum tipo de formalidade a ser seguida (BRASIL,

²⁷⁷ “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.” (BRASIL, 1976b)

²⁷⁸ “Art. 21 [...] Parágrafo 11º. As reuniões do Comitê de Investimentos poderão contar com a presença de observadores, sem direito a voto, conforme termos e condições previstos em Acordo de Cotistas eventualmente celebrados entre os Cotistas” (BRASIL, 2019d).

2019).

Não se justifica, portanto, aplicar o regramento de acordo de acionistas previsto na Lei n. 6.404/1976, uma vez que o FIDC não é regido pelas normas de direito societário. No momento em que o magistrado utiliza essa analogia, nasce um dever para os cotistas envolvidos de registrarem tal acordo perante os administradores do fundo, assim como o dever legal dos presidentes de assembleias gerais de cotistas de FIDC de impedirem qualquer voto contrário ao disposto em tais acordos. Pelo fato de não haver forma específica e obrigatoriedade de registro do acordo de cotistas, não há como atribuir ao presidente da assembleia o dever de conhecer o conteúdo de um acordo que, em tese, não teve acesso. O acordo de acionistas possui formalidades específicas que, caso sejam estendidas aos cotistas de FIDC, obrigaria os administradores – por receio de se verem responsabilizados por atos cometidos em infração à legislação de S.A – a aplicarem praticamente todo aquele regramento aos FIDCs.

Existem outros dispositivos legais, fora das normas específicas de FIDC ou S.A., que são passíveis de aplicação para proteção de minoritários de atos ou negócios jurídicos abusivos, sendo esse mais um dos argumentos para afastar a utilização da analogia como método de integração da norma dos FIDCs.

5.3.1 Dispositivos legais aplicáveis a minoritários para reparação de atos abusivos de majoritários e controladores

Inicia-se a análise das normas que podem ser invocadas por cotistas minoritários de FIDC (independentemente de serem investidores qualificados e profissionais ou não), pela lei maior: a Constituição da República de 1988.

O inciso XXXV de seu art. 5º²⁷⁹, que possui *status* de cláusula pétreia, aponta que o Poder Judiciário não poderá excluir lesão ou ameaça a direito de sua apreciação. O referido inciso atribui, assim, a todos, sejam pessoas naturais, sejam jurídicas, o direito de ação como fundamental. Logo, é inconstitucional a exclusão do direito de ação de minoritários de reclamarem por lesões a seus

²⁷⁹ “Art. 5º: [...] XXXV – a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito” (BRASIL, 1988).

direitos como cotistas. Além disso, o seu art. 192²⁸⁰, já no capítulo que trata sobre o Sistema Financeiro Nacional (SFN), assevera que ele será estruturado de forma a servir aos interesses da coletividade. Como os FIDCs compõem o SFN (seguindo uma interpretação ampla do ordenamento jurídico), afirma-se, por decorrência lógica, que não é de interesse da coletividade que haja prevalência de atos abusivos praticados por majoritários, pois podem levar não somente à violação de direitos individuais de cotistas, como também à menor atratividade dessa categoria de fundo como instrumento coletivo de investimento.

Os atos²⁸¹ abusivos encontram-se abarcados pelo nosso CC/2002, na parte que trata sobre os atos ilícitos, em seus arts. 186²⁸² e 187²⁸³. Enquanto o primeiro se refere aos atos ilícitos em sentido estrito, o segundo trata sobre os atos em sentido amplo.

Em sentido estrito, dispõe o art. 186 que aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, cometerá ato ilícito. Em sentido amplo, o art. 187 aponta que cometerá ato ilícito o titular de direito que, ao exercê-lo, exceda os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou bons costumes. Os atos abusivos de majoritários e controladores se encaixariam, por conseguinte, como ilícitos em sentido amplo, uma vez que excederiam os limites impostos ao fim econômico²⁸⁴ dos FIDCs, bem como pela boa-fé que rege os negócios jurídicos em geral. Sendo atos ilícitos, serão passíveis de reparação a quem por ele for atingido e sofrer danos, de acordo com o *caput* do art. 927²⁸⁵ do CC/2002.

²⁸⁰ “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram” (BRASIL, 1988).

²⁸¹ Entende-se como ato jurídico aquele que, por meio de manifestação de vontade de seu titular, pode ou não criar, modificar ou extinguir uma determinada situação jurídica (DUARTE, 2021).

²⁸² “Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito” (BRASIL, 2002).

²⁸³ “Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes” (BRASIL, 2002).

²⁸⁴ Os atos abusivos de majoritários e controladores diminuem as possibilidades de dispersão da participação dos cotistas, o que influencia negativamente na valorização das cotas, bem como no crescimento do fundo em geral, que são seus fins econômicos.

²⁸⁵ “Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo” (BRASIL, 2002).

Já quanto aos negócios jurídicos²⁸⁶ celebrados com abusividade de majoritários ou controladores – por exemplo, o acordo de cotistas –, serão nulos de pleno direito se o seu objeto for ilícito, conforme inciso II do art. 166²⁸⁷ do CC/2002.

Há, portanto, meios jurídicos disponíveis tanto para reparação de danos causados por majoritários e controladores quanto para anulação de negócios praticados por eles em prejuízo dos minoritários. Como a nossa Constituição consagrou o direito subjetivo de ação dentre o rol de direitos e garantias fundamentais, haverá possibilidade, também, de serem anuladas judicialmente determinações regulatórias que violem tal preceito com o objetivo de tolher as possibilidades de minoritários buscarem a reparação por atos abusivos e a anulação dos negócios eivados por essa característica.

5.3.2 A inaplicabilidade da Lei n. 6.404/76 aos FIDCs demonstrada por meio de análise comparativa com as S.As.

A Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB) – Decreto-Lei n. 4.657/1942 – prevê, em seu art. 4^o²⁸⁸, sua aplicação nas hipóteses em que a lei for omissa. Além disso, aponta o art. 5^o²⁸⁹ que se deve buscar os fins sociais que a lei se dirige, assim como as exigências do bem comum. Considerando o termo “lei” em sentido amplo, inclui-se por óbvio as normas regulatórias expedidas pela CVM. Foi verificado que, dentre os fins sociais buscados pela CVM em relação aos FIDCs, não se encontra a proteção aos minoritários, conforme também demonstrado neste trabalho.

A conclusão a que se chega, portanto, é por existirem normas suficientes

²⁸⁶ Entende-se como negócio jurídico a declaração que visa provocar o nascimento de direitos e obrigações correspondentes a seus interesses. Trata-se, portanto, de uma subcategoria dos atos jurídicos, uma vez que esses podem ou não criar direitos e obrigações (GOMES, 1983, p. 79). Embora juristas como Gomes (1983, p. 88) tenham criticado a existência da categoria “negócios jurídicos”, por considerá-la ultrapassada, diante da crise da autonomia privada, ela ainda prevalece como um título específico de nosso Código Civil (Título I), de modo que não se adentrará na crítica quanto à pertinência de sua existência ou não.

²⁸⁷ “Art. 166. É nulo o negócio jurídico quando: [...] II – for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto” (BRASIL, 2002).

²⁸⁸ “Art. 4º. Quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito” (BRASIL, 1942).

²⁸⁹ “Art. 5º Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum” (BRASIL, 1942).

para conferir nulidade a atos abusivos praticados por majoritários e controladores, bem como que a aplicação por analogia da Lei das S.As. se mostra tanto inadequada, quanto incabível. Isso, contudo, leva os cotistas minoritários de FIDC a uma situação prejudicial: são obrigados a buscar a tutela jurisdicional para reparação de danos ou anulação de atos eventualmente abusivos praticados por controladores. Esse fato, por si só, os coloca em posição de marginalidade em relação aos controladores.

Por fim, para demonstrar que a solução para tal posição prejudicial dos minoritários não é a aplicação por analogia da Lei das S.A., foram compiladas, a seguir, as principais diferenças existentes entre S.A. e FIDC identificadas ao longo dos capítulos anteriores, que os configuram como duas categorias jurídicas essencialmente distintas.

5.3.2.1 Natureza jurídica

Verificou-se que os fundos de investimento, em geral, têm natureza condominial especial, o que não quer dizer que se tratam exclusivamente de patrimônios (objetos) sem caráter subjetivo (SANTOS; NEVES, 2020). Os fundos se constituem, além de condomínios, também como sujeitos de direitos e deveres, ou seja, ora se portam como objetos, ora como sujeitos. A parte específica dos fundos que se porta como sujeito, apesar de não lhes conferir caráter integralmente societário, assemelha sua natureza a outras instituições de direito empresarial (como as S.As.) por também se tratar de sujeitos de direito formados por um conjunto complexo e sucessivo de atos, controlados por um sujeito ou grupo de sujeitos (SANTOS; NEVES, 2020) com a finalidade precípua de remunerar os recursos investidos.

Trata-se, entretanto, de semelhança incapaz de atribuir-lhes natureza societária. Os cotistas não possuem relação contratual entre si, mas somente com o fundo no momento em que firmam contrato para subscrição das cotas emitidas. Viu-se, ainda, que a relação entre o fundo e os investidores não é caracterizada pela autonomia das vontades, mas por forte regulação estatal delimitadora do escopo de atuação das sociedades empresárias administradoras dos fundos. Não há acordo de vontades para o desenvolvimento de atividade econômica ou oferta de bens ou serviços a algum público, carecendo essa

relação da *affectio societatis* entre os cotistas, bem como entre eles e o fundo ou sua classe de cotas (SANTOS; NEVES, 2020).

Concluiu-se, por fim, não ser correto afirmar que os fundos de investimento são simples condomínios, nem mesmo que são sociedades empresárias como as S.As., por carregarem natureza jurídica singular conferida por suas normas reguladoras.

5.3.2.2 Normas internas

Verificou-se que os fundos são regidos internamente por regulamentos, anexos descritivos e apêndices, sendo as aplicações de cada um, respectivamente, ao fundo em geral, às suas classes de cotas e às subclasses.

O Regulamento deve reger a constituição e o funcionamento do fundo, tratando sobre variados temas já expostos. Destacam-se dentre eles: a identificação e a qualificação dos prestadores de serviços; a previsão de se haverá multiplicidade de cotas, bem como as despesas que serão comuns entre elas; a forma de rateio das despesas comuns; a forma de rateio das contingências que recaiam sobre o fundo, e não sobre o patrimônio de alguma classe em específico; a divisão das classes em abertas e fechadas, conforme a possibilidade ou não de resgate de cotas; e o prazo de duração do fundo.

Os fundos podem, portanto, prever a existência de diversas classes de cotas com CNPJ, patrimônio, direitos e obrigações distintos para cada uma delas. Há, ainda, autorização para que cotas fechadas e abertas façam parte de um mesmo fundo, o que não é possível em uma S.A., que se limita a ser do tipo aberto ou fechado separadamente. Quanto à categoria do fundo, ela deve ser a mesma para todas as classes, o que impossibilita, por exemplo, uma classe de FIDC e uma de FIP coexistirem em um mesmo fundo.

O Anexo Descritivo, por sua vez, poderá tratar de temas como: a responsabilidade limitada ou ilimitada dos cotistas em relação à sua classe; o prazo de duração, desde que compatível com o previsto no Regulamento; a política de investimentos e a distribuição de resultados.

Já o Apêndice das subclasses não pode prever patrimônios segregados em uma mesma classe, estando seus dispositivos limitados a tratar sobre o público-alvo, prazos e condições de aplicação, amortização, resgate e taxas de

administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída.

No caso das S.As., as normas devem estar todas previstas em seu Estatuto Social²⁹⁰, segundo previsto em sua legislação específica. O Estatuto deverá tratar de temas como: objeto da companhia; valor do capital social e determinação se será aberto ou fechado; número de ações e determinação terão valor nominal ou não; natureza das ações emitidas (se ordinárias, preferenciais ou de fruição); estabelecimento de vantagens políticas a ações preferenciais, como o direito de eleger um ou mais membros dos órgãos de administração; limitação a circulação de ações nominativas; direito de resgate e amortização; normas para emissão de debêntures; direito a voto; existência de conselho de administração e fiscal; dentre outros temas.

Note-se, por fim, que a estrutura normativa interna de fundos de investimento é mais robusta que a de S.As., uma vez que as subdivisões de classes de cotas com direitos e obrigações distintas demandam, obrigatoriamente, a existência de normas subordinadas ao Estatuto. No caso das S.As., essa divisão não ocorre, tratando-se de instituições que possuem estrutura normativa mais uníssona que os fundos.

5.3.2.3 Composição administrativa

Foram produzidas algumas figuras ao longo deste trabalho demonstrando a complexa estrutura administrativa dos fundos de investimento em geral e FIDC, destacando-se o fato da existência de diversas instituições obrigatórias e facultativas que, ao final, compõem sua estrutura.

Cada uma das instituições, sejam obrigatórias ou facultativas, são pessoas diferentes dos fundos, com direitos e obrigações distintos em relação a eles e às suas classes de cotas. Não se trata, assim, de uma só instituição principal que contrata prestadores de serviços conforme seus próprios critérios e regras internas (como no caso das S.As.), mas, sim, de uma gama de instituições distintas que, reunidas, são responsáveis pela representação, administração e funcionamento do FIDC. Não há FIDC, por exemplo, sem uma

²⁹⁰ Isso não impede a existência de outras normas internas como, por exemplo, Regimentos Internos de órgãos de administração e fiscalização. Contudo, tratam-se de liberdades dos próprios órgãos, não sendo determinações específicas da Lei das S.As.

pessoa jurídica distinta que o administre (administradora) e gerencie (gestora), sendo esses prestadores de serviços obrigatórios e com personalidades jurídicas diversas. Tais personalidades não se confundem, havendo autorização, portanto, para que uma mesma administradora seja responsável por diversos FIDCs²⁹¹.

A composição administrativa dos FIDCs envolve, portanto, diversos sujeitos que não obrigatoriamente prestam serviço a um só fundo (apesar de não haver proibição para um FIDC se constituir dessa forma) o que torna complexa, até mesmo, a compreensão para o público em geral de que a pessoa jurídica dos prestadores de serviço não se confunde com o FIDC²⁹².

5.3.2.4 Exercício do poder de controle

No item 5.1, foram observadas as semelhanças e diferenças entre o instituto do poder de controle em S.A. e FIDC.

Em breve resumo, notou-se que o conceito de controle em si é semelhante nos dois casos, havendo diferenças em relação à possibilidade de os FIDCs terem dois mecanismos deliberativos distintos, que são as assembleias gerais e especiais, enquanto nas S.As. existem somente as gerais; o controle nos FIDCs, portanto, é dividido em duas vertentes, uma relação ao fundo e outra em relação às classes de cotas; em ambos os casos para que o controle seja efetivo, o direito a voto terá de ser exercido de fato, não bastando a existência de controle em potencial; no caso dos FIDCs, não há instituição semelhante à B3 que tenha estabelecido critérios objetivos para verificação do poder de controle; em ambos os casos, há autorização normativa para separação entre propriedade de cotas e poder de controle; em ambos os casos, há mecanismos legais de controle sem propriedade majoritária; as hipóteses de controle externo no caso dos FIDCs são reduzidas em comparação com as S.As.; em ambos os casos, há espaço para o exercício do controle administrativo; no caso dos FIDCs, diferentemente das S.As., não há atribuição de responsabilidades específicas aos controladores em

²⁹¹ Exemplo: Singulare Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., sociedade empresária responsável pela administração de mais de 850 fundos ao mesmo tempo (SINGULARE, 2023).

²⁹² Não são raros os casos em que ações judiciais são ajuizadas em face dos prestadores de serviço, em vez dos FIDCs que possuem, também, natureza subjetiva.

razão de seu status, devendo sua responsabilidade ser verificada seguindo as normas de Direito Civil.

5.3.2.5 Cotas e ações

Demonstrou-se que as cotas de fundos de investimento, em geral, representam frações do seu patrimônio líquido, podendo ser divididas em classes e subclasses, com direitos e obrigações distintas, conforme disposições do Regulamento, Anexo Descritivo e Apêndices. As cotas serão emitidas sempre de forma escritural.

As subclasses, no caso dos FIDCs, podem ser divididas em Sênior, subordinada mezanino e subordinada, sendo as últimas subordinadas às demais para fins de amortização e resgate. Nas cotas de classes fechadas, existe, ainda, autorização para a divisão das subclasses seniores e subordinadas mezanino em séries com índices referenciais e prazos diferenciados para amortização, permanecendo inalterados os demais direitos e obrigações.

Já quanto às ações, que podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição, foi visto que constituem frações do capital social da companhia. As preferenciais podem ser emitidas sem direito a voto, não podem ultrapassar 50% das emissões totais e estabelecem aos seus titulares vantagens políticas ou patrimoniais em relação às demais. As ordinárias, por sua vez, sempre têm direito a voto. Já as de fruição são de titularidade de acionistas de qualquer das outras espécies que tiverem feito a amortização integral de suas ações. As ações de uma mesma espécie podem ser divididas em classe. As preferenciais possuem classes diversas tanto em companhias fechadas quanto em abertas, de acordo com suas vantagens e preferências. Já as ordinárias somente possuem classes em companhias fechadas.

As ações podem ser emitidas na forma nominativa registrada ou nominativa escritural, sendo as registradas aquelas em que a propriedade se transfere por meio do registro do nome de seu titular no livro próprio das S.As. e a escritural, por registro do crédito em relação às ações adquiridas em conta de depósito destinada a investimentos, cuja prova também pode ser feita pelo extrato fornecido pelo custodiante.

5.3.2.6 *Direitos dos acionistas e cotistas*

Foram destacados, dentre os direitos de cotistas de FIDCs, os de amortização, resgate, voto, distribuição de rendimentos, divulgação de informações e direitos em hipótese de liquidação da classe.

Já no caso das S.As., apesar de nomenclaturas semelhantes, os direitos possuem determinações distintas aos seus titulares em relação aos FIDCs. Além disso, foi destacado um conjunto superior de direitos, conforme disposto de maneira mais aprofundada nos itens 4.4 e 4.5.

Para exemplificar as diferenças existentes, destacam-se, a seguir, as três que conferem características essencialmente peculiares aos FIDCs em relação às S.As.:

- a) enquanto a amortização de cotas dos FIDCs é o pagamento uniforme de parcela do valor de suas cotas, realizado a todos os cotistas de determinada classe ou subclasse, sem redução do número de cotas emitidas, a amortização de ações se trata da distribuição aos acionistas, à título de antecipação e sem redução do capital social, dos valores que lhe seriam devidos no caso de liquidação da S.A. Enquanto que nas S.As. o direito se refere à uma antecipação de recebimento sem a fixação obrigatória de periodicidade, nos FIDCs há previsão de uniformidade para os pagamentos, tendo o regulamento liberdade para dispor sobre sua forma de realização;
- b) nos FIDCs, caso a classe possua subclasse de cotas, o regulamento do fundo deve dispor sobre os votos atribuídos a cada subclasse na assembleia geral, o que aponta pela liberdade para atribuir um número de votos menor para uma subclasse em relação às outras. Essa determinação abre margem a situações em que um cotista ou grupo de cotistas que detém maioria das cotas não consiga assumir seu controle, em razão da ampla possibilidade de limitação por meio do regulamento do número de votos conferidos a essa subclasse. Destacou-se que, por se tratar de diferença substancial em relação às S.As., não se confunde, por exemplo, com o voto plural, que possui

limitação de 10 votos por ação e regramento distinto. Essa característica é exclusiva dos FIDCs, confirmando a hipótese de que o regulador conferiu maior liberdade ao regulamento para fins de atribuição e mitigação de direitos de cotistas;

- c) quanto à vedação ao direito a voto de cotistas que possuem interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse, ou na hipótese de deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade, também há diferenças em relação às S.As.: no caso dos FIDCs, cabe ao cotista se declarar impedido de votar, enquanto nas S.As. a diligência não é atribuída a nenhum participante da assembleia, havendo previsão de anulabilidade da decisão tomada em decorrência de voto de acionista que tenha interesse conflitante com o da companhia.

Os direitos listados não são exaustivos, tratando-se de comparações realizadas para comprovar a hipótese levantada quanto às diferenças substanciais existentes entre FIDC e S.A. A leitura dos capítulos 3 e 4 deste trabalho, que realiza uma listagem dos direitos existentes em cada um deles, leva à constatação de todas as diferenças existentes.

5.3.2.7 Direitos dos minoritários

Verificou-se que, ao contrário da Lei das S.As., que já em sua gênese possuía como um de seus objetivos básicos a proteção ao acionista minoritário (o que se intensificou com as reformas legislativas que sofreu posteriormente), nem a CVM, nem os agentes de mercado demonstraram maiores preocupações em discutir os interesses dos cotistas minoritários.

Foram identificados 16 direitos especificamente voltados para acionistas minoritários, com extensões e aplicações em situações diversas, conforme delimitação realizada no item 4.5. Já quanto aos FIDCs, foram identificados 4 direitos, listados no item 3.4, possuindo aplicações em hipóteses mais restritas, o que denota a intenção da CVM em não estabelecer um regime tão extensivo, nem preventivo de proteção aos cotistas minoritários. No subcapítulo seguinte

(5.3.3), em análise comparativa mais detalhada entre os direitos dos minoritários em S/A e FIDC, foi possível verificar quais os mecanismos de proteção que os acionistas têm que são inexistentes para os cotistas, destacando-se ainda quais benefícios os cotistas poderiam ter se houvesse previsões normativas semelhantes. Dedicou-se o subcapítulo seguinte, portanto, à demonstração e análise de tais diferenças.

5.3.3. Análise comparativa entre os direitos dos minoritários em S/A e FIDC

Antes de adentrar especificamente na análise comparativa entre os direitos dos acionistas minoritários de S/A e cotistas minoritários de FIDC, é importante frisar que serão excluídos dessa análise todos os direitos listados no subcapítulo 4.5 desta dissertação que guardem relação com o direito subjetivo de ação, quais sejam: a) requerer judicialmente a exibição de livros sociais; b) propor ação de reparação de danos contra a sociedade controladora; c) ajuizar ação de responsabilidade civil contra o administrador para recuperar prejuízo causado à companhia, em caso de omissão dos administradores em fazê-lo. Isto porque, conforme já explicado anteriormente, o direito subjetivo de ação decorre de previsão constitucional, não necessitando os minoritários de um dispositivo normativo que lhes confira o direito de pleitear a tutela jurisdicional do Estado.

O foco se voltará, portanto, aos direitos que os cotistas minoritários efetivamente não possuem, quando em comparação com os acionistas minoritários de S.As, demonstrando ainda os eventuais benefícios que os cotistas possuiriam caso houvesse previsões normativas semelhantes.

5.3.3.1. Tag Along

O Tag Along é provavelmente um dos principais direitos dos acionistas minoritários, uma vez que estabelece proteção no caso de transferência direta ou indireta do controle da companhia. Nesses casos, conforme já explicado no subcapítulo 4.5, o interessado em adquirir um número de ações com direito a voto que lhe coloque em posição majoritária na Assembleia Geral, deverá obrigatoriamente fazer oferta pública aos demais titulares de ações com direito a voto e a eles pagar o correspondente a no mínimo 80% do valor pago por ação

integrante do bloco de controle. Trata-se de direito direcionado aos acionistas votantes, excluindo-se os titulares de ações que não possuem direito de voto.

Isso garante aos minoritários votantes a opção de permanecer como acionistas, caso julguem ser vantajoso, bem como de, em caso de discordância, se verem ressarcidos dos investimentos já realizados na compra das ações. A depender do cenário, tal direito pode configurar inclusive em ganhos financeiros, caso o preço a ser pago pelo novo controlador seja superior ao preço pago à época da aquisição das ações pelo minoritário.

No caso das sociedades listadas nos segmentos especiais do Novo Mercado, conforme já explicado, o Tag Along pode ser elevado a 100% do valor pago por ação integrante do bloco de controle, possuindo os minoritários de tais companhias uma garantia superior em relação às demais.

No caso dos cotistas minoritários de um FIDC que só possua classes de cotas fechadas²⁹³, por exemplo, em caso de transferência de controle, não haverá qualquer direito que garanta aos minoritários votantes o direito de venderem suas cotas por um preço pré-determinado. Tal ausência deve ser pesada pelos potenciais cotistas minoritários votantes, tendo em vista o perigo de transferência de controle do fundo para cotistas que adotem estratégias de investimento que não sejam adequadas ao seu perfil, por exemplo. Os minoritários votantes de FIDC, portanto, estão mais propensos aos perigos que uma transferência de controle majoritário pode ocasionar, como por exemplo a desvalorização de suas cotas após a transferência, nos casos em que o novo controlador não tenha sucesso em suas estratégias de administração do fundo.

A mesma situação descrita no parágrafo anterior pode ser replicada para o nível de classe de cotas, uma vez que, conforme já descrito neste trabalho, há possibilidade de haver cotistas majoritários em relação à classe, diante da possibilidade de fracionamento do patrimônio líquido do fundo para cada classe, havendo também uma assembleia específica para cada uma delas. O cenário ideal, portanto, seria a previsão de direito semelhante ao *Tag Along* das S.A. tanto em relação aos cotistas minoritários de FIDC, quanto em relação aos minoritários em suas classes de cotas.

²⁹³ Em que as cotas são negociáveis em mercado organizado de valores mobiliários.

5.3.3.2. Direitos relativos ao Conselho Fiscal

Tendo em vista a existência de quatro direitos dos acionistas minoritários relacionados ao Conselho Fiscal, far-se-á a análise separada de cada um deles, para verificar eventual aplicabilidade no contexto dos FIDCs.

5.3.3.2.1. Direito de solicitar o funcionamento do Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal se trata de órgão formado por no mínimo 3 (três) e no máximo 5 (cinco) acionistas ou não, sendo responsável por, dentre outros assuntos (para verificar a lista completa de atribuições do conselho, verificar os incisos I a VIII do art. 163 da Lei nº 6.404/76²⁹⁴): fiscalizar os atos dos administradores; verificar o cumprimento dos deveres legais e estatutários dos administradores; denunciar aos órgãos da administração e, se esses não tomarem as providências necessárias, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem; convocar a assembleia-geral, se a administração o postergar por mais de um mês e analisar o balancete e demais demonstrações financeiras.

Trata-se de órgão que, embora não tenha funcionamento obrigatório (art. 161 da Lei nº 6.404/76²⁹⁵), possui papel essencial de fiscalização dos atos de administração da companhia, sendo a sua ausência um fator importante para um

²⁹⁴ “Art. 163. Compete ao conselho fiscal: I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral; III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia; V - convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias; VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia; VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam” (BRASIL, 1976b).

²⁹⁵ “Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas” (BRASIL, 1976b).

investidor decidir se subscreverá ações da companhia. Como se trata de um órgão de fiscalização dos atos de administração, que são praticados conforme os interesses dos controladores, há lógica que os minoritários possuam o direito que tais atos sejam ao menos supervisionados, de modo a não configurarem em abusos de direito ou até mesmo atos contrários ao interesse da própria companhia.

Diante disso, no caso de companhias que não fixem em seu Estatuto Social o funcionamento permanente do Conselho Fiscal, a Lei n. 6.404/76 previu aos acionistas que representem no mínimo 10% das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto, o direito de instalar o referido conselho, que funcionará até a próxima assembleia-geral ordinária após sua instalação (§2º do art. 161 da Lei n. 6.404/76²⁹⁶). Nasce, a partir de então, um órgão suplementar na companhia, que não só exercerá todas as funções já descritas anteriormente, como poderá contar com a presença de membros eleitos diretamente pelos minoritários: os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, terão direito de eleger um membro e seu respectivo suplente (nesse caso, a minoria se representa pela ausência de um direito – o voto – e não pela quantidade de ações que os acionistas são titulares); os acionistas minoritários que representem ao menos 10% das ações com direito a voto também terão o direito de eleger um membro e seu respectivo suplente (nesse caso, trata-se de minoria quantitativa).

No caso dos FIDCs, não foi identificado um órgão em sua estrutura que seja responsável pela fiscalização dos prestadores de serviços essenciais (administrador e gestor). Além disso, os cotistas minoritários (seja em direitos – cotistas sem direito a voto; seja em quantidade – cotistas que representem minoria de cotas com direito a voto) não possuem o direito de instalar um órgão semelhante, responsável por realizar tais atos de fiscalização. Trata-se, provavelmente, de uma situação que fragiliza a posição minoritária, tendo em vista que os atos dos prestadores de serviços essenciais não estarão submetidos

²⁹⁶ “§ 2º O conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia-geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembleia-geral ordinária após a sua instalação” (BRASIL, 1976b).

à fiscalização de um órgão interno²⁹⁷ destinado exclusivamente a supervisioná-los, o que abre margem para existência de eventuais atos abusivos ou contrários ao interesse do próprio FIDC.

Por fim, como foi demonstrada a existência, em determinadas situações, de até 18 prestadores de serviços que podem existir de maneira concomitante em um FIDC, não se mostraria desproporcional que pelo menos um deles fosse destinado a realizar atos de fiscalização semelhantes aos descritos pelos incisos I a VIII do art. 163 da Lei nº 6.404/76. Neste caso, não haveria um órgão colegiado responsável por tais fiscalizações, mas sim um prestador de serviços. Contudo, caso o poder para contratar e distratar tal prestador esteja vinculado a estes minoritários, estaria mitigada a possibilidade de os controladores exercerem influência significativa sobre as atividades do prestador.

Talvez uma alternativa interessante em relação a essa situação seja ainda a previsão de que, por exemplo, 10% dos cotistas votantes possam obrigar algum dos prestadores de serviços essenciais a contratar um terceiro (indicado pelos minoritários) que seja responsável por atos semelhantes aos descritos pelos incisos I a VIII do art. 163 da Lei nº 6.404/76. Como forma de não encarecer tanto a estrutura dos FIDC, que já se mostra um pouco inflada em determinados casos, poderia se determinar que um dos prestadores de serviços já existentes amplie o seu leque de atuação (desde que não haja conflito de interesses) para possuir um escopo semelhante aos incisos I a VIII do art. 163 da Lei nº 6.404/76.

5.3.3.2.2. Direito individual de convocação de assembleia para instalar conselho fiscal, no caso de omissão dos administradores

Conforme redação da alínea “d)” do parágrafo único do art. 123 da Lei n. 6.404/76²⁹⁸, no caso de omissão dos administradores da companhia quanto a pedido de convocação de assembleia para instalação de conselho fiscal, por período superior a oito dias, os acionistas que representam no mínimo 5% do

²⁹⁷ Utiliza-se a expressão “órgão interno”, pois a CVM, como órgão regulador dos FIDCs, possui competência para supervisionar os atos praticados pelos prestadores de serviço essenciais.

²⁹⁸ “Art. 123 [...] Parágrafo único. A assembleia-geral pode também ser convocada: [...] d) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital votante, ou cinco por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação de assembleia para instalação do conselho fiscal (BRASIL, 1976b).

capital social (votante ou não), poderão fazê-lo.

Para que o referido direito existisse no caso dos cotistas minoritários, o regulador também teria que prever o funcionamento de órgão ou prestador de serviço semelhante ao Conselho Fiscal, conforme demonstrado anteriormente. Logo, trata-se de direito essencialmente ligado à existência de tal órgão ou prestador de serviço.

5.3.3.3.3. Direito de requerer qualquer informação que for de competência do Conselho Fiscal

Os acionistas que representem, ao menos, 5% do capital social podem requerer qualquer informação que for de competência do Conselho Fiscal (§ 6º do art. 163²⁹⁹).

Como já frisado anteriormente, não há órgão que se assemelhe ao Conselho Fiscal. Caso um prestador de serviço do fundo que possua funções semelhantes seja criado pela CVM, a discussão torna-se relevante, uma vez que fiscalizações aos atos dos controladores e administradores são atos que interessam diretamente aos cotistas minoritários, como potenciais prejudicados pela prática de atos abusivos.

5.3.3.3.4. Direito de requerer o funcionamento de Conselho Fiscal de companhia ligada ao grupo econômico da S.A.

Os acionistas não controladores que representem no mínimo 5% das ações ordinárias emitidas, ou das ações preferenciais sem direito a voto, podem pleitear o funcionamento de Conselho Fiscal de companhias ligadas ao grupo econômico da S.A.

No caso dos FIDCs, embora não haja algo ou alguém próximo ao que significa o Conselho Fiscal para as S.As, há chances dos prestadores de serviços do fundo serem S.As. Os prestadores de serviços essenciais, sobretudo, tendo em vista a complexidade de suas atividades e ramos de

²⁹⁹ “Art. 163 [...] § 6º O conselho fiscal deverá fornecer ao acionista, ou grupo de acionistas que representem, no mínimo 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência” (BRASIL, 1976b).

atuação, costumam serem S.As. Logo, não seria absurdo imaginar uma norma editada pela CVM que preveja o direito de cotistas minoritários exigirem que os prestadores de serviços essenciais sejam S.As e que possuam Conselhos Fiscais instalados. Trata-se de norma protetiva que garantiria a existência deste importante órgão de fiscalização nas instituições que administram o fundo e, por consequência, estão subordinadas aos controladores.

5.3.3.3. Direitos relacionados ao Conselho de Administração

Tendo em vista a existência de quatro direitos dos acionistas minoritários relacionados ao Conselho de Administração, far-se-á a análise separada de cada um deles, para verificar eventual aplicabilidade no contexto dos FIDCs.

5.3.3.3.1. Voto Múltiplo e eleição de um membro do Conselho de Administração em votação separada

Em regra, cada ação ordinária³⁰⁰ conferirá ao seu titular o direito de um voto nas deliberações da assembleia. Contudo, nas deliberações que envolverem a eleição de membros do Conselho de Administração da companhia, os acionistas que representem ao menos 10% do capital com direito a voto poderão requerer o voto múltiplo para facilitar que elejam ao menos um dos membros. Nesse caso, cada voto dos acionistas que compuserem este bloco será multiplicado pelo número de cargos a serem preenchidos, podendo ainda o acionista optar por cumular todos os votos em um só candidato, ou distribuí-los para vários.

No caso dos FIDCs, apesar de não haver órgão que se assemelhe ao Conselho de Administração (órgão colegiado que, se existente, é responsável pela administração da companhia, estando a diretoria subordinada às suas deliberações), existe a figura do Administrador, que, conforme já visto, é responsável pela representação legal e administração do fundo. Entretanto, a administração é exercida por somente uma instituição, ainda não havendo norma

³⁰⁰ Como visto anteriormente, as ações preferenciais terão esse direito se não tiverem seu direito de voto vetado pelo estatuto social.

que preveja o fracionamento dos atos de administração a diferentes instituições, de maneira a se assemelhar com o que ocorre com o Conselho de Administração (órgão colegiado, composto por diversos integrantes). Logo, não se vislumbra, de início, uma forma de equiparar o direito a voto múltiplo para esse caso em específico.

O mesmo ocorre para o direito previsto pelo §4º do art. 141 da Lei n. 6.404/76³⁰¹, de eleger e destituir um membro e um suplente do conselho de administração, excluindo os controladores da votação. Como não há órgão colegiado que se assemelhe ao Conselho de Administração, também não se vislumbra forma de equiparar o direito a voto múltiplo para esse caso.

5.3.3.3.2. Direito de eleger e destituir membro e suplente do Conselho de Administração

Os acionistas que representem ao menos 15% do capital votante de companhia aberta ou 10% de ações preferenciais (com ou sem direito a voto) em relação ao capital social total da companhia aberta, têm o direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do Conselho de Administração, em votação que exclui o acionista controlador (incisos I e II do § 4º do art. 141).

Trata-se de proteção que garante a uma minoria qualificada o direito de indicar um membro para o Conselho de Administração, órgão administrativo interno de mais alta hierarquia em uma companhia. O referido membro, nesses casos, costuma votar no Conselho e exercer sua influência nas deliberações rotineiras de acordo com o interesse dos minoritários, uma vez que eles também possuem o poder de destituí-lo.

No caso dos FIDCs, não há norma que preveja nada semelhante, também se tratando de desvantagem dos cotistas minoritários em relação aos acionistas. Não se trata, contudo, de norma de fácil transposição para a realidade dos

³⁰¹ “§ 4o Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18” (BRASIL, 1976b).

FIDCs, uma vez que não existe órgão semelhante ao Conselho de Administração em sua estrutura.

5.3.3.3.3. Direito de solicitar convocação de assembleias por telegrama ou carta registrada

Os acionistas minoritários que representem no mínimo 5% do capital social de companhia fechada podem solicitar, por escrito, que eles sejam convocados para as assembleias gerais por telegrama ou carta registrada, conforme redação do §3º do art. 124 da Lei n. 6.404/76³⁰².

Esse direito não possui previsão semelhante nas normas de FIDC, nem mesmo se vislumbra tanta utilidade em sua replicação, uma vez que as comunicações ocorrem atualmente quase que exclusivamente por via eletrônica. A realidade das relações sociais quando da criação das normas das S/As, em 1976, era essencialmente diferente, sendo a comunicação por carta um dos principais meios de comunicação utilizados. Atualmente, com a facilidade de envio de comunicações eletrônicas, não se vislumbra necessidade de proteção dos minoritários nesse ponto em específico. Acredita-se que a única finalidade desse direito, atualmente, é de criar uma forma de burocratizar o procedimento de convocação de assembleias para esses acionistas em específico.

5.3.3.3.4 Direito de convocar assembleia geral em caso de omissão dos administradores

Caso os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação de assembleia geral, os acionistas minoritários que representem ao menos 5% do capital social poderão fazê-lo. Caso o prazo de omissão dos administradores passe de 60 dias, esse direito passa a ser de qualquer acionista individualmente (alíneas “b” e “c” do parágrafo único do art. 123 da Lei n.

³⁰² “Art. 124 [...] § 3º Nas companhias fechadas, o acionista que representar 5% (cinco por cento), ou mais, do capital social, será convocado por telegrama ou carta registrada, expedidos com a antecedência prevista no § 1º, desde que o tenha solicitado, por escrito, à companhia, com a indicação do endereço completo e do prazo de vigência do pedido, não superior a 2 (dois) exercícios sociais, e renovável; essa convocação não dispensa a publicação do aviso previsto no § 1º, e sua inobservância dará ao acionista direito de haver, dos administradores da companhia, indenização pelos prejuízos sofridos” (BRASIL, 1976b).

6.404/76³⁰³).

Especificamente em relação a este direito, os cotistas minoritários possuem proteção que se assemelha quanto a porcentagem de representação (5%), mas é diferente em sua essência: o caput do art. 73 da Parte Geral da Resolução CVM n. 175/2022 prevê que cotistas que representem no mínimo 5% do total de cotas emitidas podem convocar, a qualquer tempo, assembleia de cotistas para deliberar sobre qualquer assunto. Além disso, o §2º do mesmo artigo prevê que tanto a convocação, quanto a realização da assembleia devem ser custeadas pelos cotistas minoritários que a requererem, salvo se a própria assembleia convocada assim deliberar em contrário. Logo, apesar do direito de os cotistas minoritários em questão não ser suplementar (o dos acionistas minoritários trata-se de direito suplementar, pois requer a ocorrência de uma omissão anterior dos administradores para depois poder exercê-lo), há uma previsão um de que eles deverão arcar com os custos da assembleia, bem como da convocação para que ela ocorra. Caso os controladores não concordem com a realização da assembleia, é improvável que eles mesmos deliberem que o fundo irá arcar com a convocação, e não os minoritários. Trata-se de claro mecanismo criado pela CVM para coibir um eventual abuso dos minoritários para convocarem assembleias em momentos inoportunos, bem como para evitar gastos excessivos do fundo para convocações e realizações de assembleias desnecessárias.

Nesse caso, tendo em vista que o exercício do direito dos cotistas minoritários envolve um ônus financeiro, vislumbra-se um cenário mais favorável no direito previsto pela Lei n. 6.404/76. Caso a CVM tivesse replicado a norma das S/A para os FIDC nesse ponto, haveria um mecanismo de proteção mais eficaz aos cotistas.

5.3.3.4. *Direito à oferta pública no cancelamento de registro e aumento de*

³⁰³ “Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembleia-geral. Parágrafo único. A assembleia-geral pode também ser convocada: [...] b) por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de 60 (sessenta) dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto; c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas” (BRASIL, 1976b).

participação

Tais direitos, fixados pelos §§4º e 6º do art. 4º da Lei n. 6.404/76³⁰⁴, preveem que, em caso de cancelamento de registro de companhia aberta para emitir ações ou caso o controlador queira aumentar sua participação no capital social, a S/A ou seus controladores deverão formalizar oferta pública para comprar a totalidade das ações, por preço ao menos igual ao valor de avaliação da própria companhia, assegurada, ainda, a revisão do valor da oferta. A revisão do valor da oferta, por sua vez, só poderá ser convocada por titulares de no mínimo 10% das ações em circulação.

Não há previsões semelhantes nas normas da CVM que garantam aos cotistas minoritários uma oferta minimamente justa por suas cotas, caso o fundo ou titular de determinada classe de cotas deixe de negociá-las em mercado organizado de valores mobiliários (seja transformada em fundo ou classe de cotas fechada) ou caso o cotista controlador resolva aumentar a sua participação no patrimônio líquido do fundo ou classe de cotas. Essa previsão é possível de ser “importada” à realidade dos FIDCs, não havendo maiores problemas em relação à utilização de redação semelhante a que foi feita nos §§4º e 6º do art. 4º da Lei n. 6.404/76, para que tais direitos sejam garantidos também aos cotistas.

Trata-se de proteção significativa que os acionistas minoritários possuem, tendo em vista o risco de os controladores deliberarem pelo cancelamento do registro para emissões de ações, ou aumentarem a sua participação. Nesses casos, os cotistas realmente ficam à mercê dessas situações, devendo recorrer

³⁰⁴ “§ 4o O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4o-A” [...] “§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado” (BRASIL, 1976b).

ao Judiciário, caso se sintam lesados por eventual manobra dos controladores que atinjam ou desvalorizem as suas cotas.

5.3.3.5. Direito de solicitar a relação de endereço de todos os acionistas para enviar-lhes procurações

Os acionistas minoritários que representem no mínimo 0,5% do capital social votante ou não podem solicitar a relação de endereço de todos os outros acionistas, desde que tenha a finalidade de enviar-lhe procurações para que passe a representá-los em assembleia.

Esse direito, por sua vez, possui importante função, uma vez que facilita o minoritário a convencer os demais acionistas a outorgarem procurações com a finalidade de obter, ou até mesmo reverter o controle da companhia. Nos casos em que o controle acionário é pulverizado, sobretudo, trata-se de importante direito aos minoritários, uma vez que quanto maior a pulverização acionária em relação ao grupo controlador, mais fácil será conseguir maioria em assembleia geral.

Trata-se de previsão que também seria facilmente transposta à realidade dos FIDCs, tanto em relação aos fundos em si, quanto às classes de cotas, diante da existência de assembleias gerais para os primeiros e assembleias especiais para os segundos. A existência de tal norma facilitaria a reunião de interesses minoritários para votar nas assembleias, o que possivelmente auxiliaria a democratização do controle dos fundos e de suas respectivas classes de cotas.

5.3.3.6. O direito de requerer a revelação de informações ao administrador da companhia

Os acionistas que representam no mínimo 5% do capital social possuem o direito de requerer ao administrador de companhia aberta a revelação das seguintes informações: a) número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou por meio de outras pessoas, no exercício anterior; b) opções de compra de ações que tiver contratado ou desempenhado

no exercício anterior; c) benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia (§ 1º do art. 157³⁰⁵).

Não há previsões semelhantes às acima expostas para o caso dos cotistas minoritários de FIDCs. Os cotistas minoritários seriam beneficiados, caso houvesse previsão semelhante, principalmente diante da possibilidade de requerer a revelação de quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades do fundo ou da classe de cotas (letra “e” acima), sobretudo em relação aos prestadores de serviços essenciais. Trata-se de norma extensiva de seus direitos de informação, mesmo que direcionada a uma minoria qualificada (5% das cotas).

5.3.3.7. Conclusão da análise comparativa

Conclui-se, ao final, que dos 16 direitos dos acionistas minoritários que foram encontrados e demonstrados no subcapítulo 4.5, 3 estão ligados diretamente ao direito subjetivo de ação (que já é garantido constitucionalmente aos cotistas minoritários e foram, portanto, excluídos da análise), 4 não possuiriam viabilidade de aplicação à realidade dos FIDC caso houvesse normas semelhantes editadas pela CVM (devido a diferença significativa entre as duas estruturas) e 9 não só seriam aplicáveis, como trariam importantes benefícios aos cotistas minoritários. São eles, em resumo:

³⁰⁵ “Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular. § 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social: a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia” (BRASIL, 1976b).

- a) Tag Along;
- b) Direito de solicitar a contratação de prestador de serviço que possua funções semelhantes ao Conselho Fiscal;
- c) Direito à oferta pública no cancelamento de registro e aumento de participação;
- d) Direito individual de convocação de assembleia para contratar o prestador de serviço que se assemelhe ao Conselho Fiscal, no caso de omissão dos administradores;
- e) Direito de convocar assembleia geral em caso de omissão dos administradores;
- f) Direito de solicitar a relação de endereço de todos os cotistas para enviar-lhes procurações;
- g) O direito de requerer a revelação de informações aos prestadores de serviço essenciais do fundo;
- h) Direito de requerer qualquer informação que for de competência do prestador de serviços que se assemelhe ao Conselho Fiscal;
- i) Direito de requerer o funcionamento de Conselho Fiscal de companhia prestadora de serviço do Fundo.

Conclui-se que dentre os benefícios aos cotistas minoritários que são possíveis de serem listados caso houvesse proteções semelhantes às acima descritas, estariam: (a) a proteção aos interesses dos cotistas minoritários em caso de alienação do controle do fundo ou da classe de cotas; (b) o aumento do leque de direito de informação; (c) a criação de procedimento de outorga de procuração dos demais cotistas aos minoritários e, por fim, (d) o aumento de atos de fiscalização sobre os prestadores de serviços essenciais e controladores, com fins de coibir atos abusivos ou contrários ao interesse do próprio fundo.

Uma reforma das normas de FIDCs pela CVM nesse sentido provavelmente caminhará pelos mesmos rumos almejados, por exemplo, pela Lei n. 6.404/76, pois propiciaria um cenário de provável aumento da captação de recursos via emissão de cotas, diante de possíveis avanços nas proteções existentes para o capital investido pelos minoritários. Tratam-se de mudanças, inclusive, que fariam boa mescla com o fato de atualmente alguns FIDCs

poderem emitir cotas ao público em geral, uma vez que forneceria a esses investidores (possivelmente com menor carga de experiência nesse mercado) maiores proteções ao capital eventualmente investido.

6 CONCLUSÃO

Com base no desenvolvimento dos capítulos, foi possível refutar a hipótese inicialmente delineada, por não serem localizadas justificativas plausíveis para a escassez de proteção especial aos cotistas minoritários. A pretensa liberdade operacional conferida pela Comissão de Valores Mobiliários aos administradores pode não se mostrar real, eis que estes comumente podem restar vinculados às deliberações dos cotistas controladores, nem sempre preocupados em proteger os interesses dos minoritários.

Cabe frisar que o ordenamento jurídico brasileiro não deixa o cotista minoritário em total desamparo, eis que a ele atribui o direito de: a) ajuizar ações para anulação de atos abusivos e reparação de danos sofridos; b) convocar assembleia em qualquer momento, desde que para tanto representem 5% do total de cotas emitidas e arquem com os custos de convocação e realização; c) convocar assembleia para eleger substituto nos casos de descredenciamento ou renúncia do administrador, desde que para tanto representem 5% do patrimônio líquido do fundo; d) reembolso, independentemente do número de cotas, em caso de divergência de deliberação de assembleia quanto à incorporação, cisão, fusão ou transformação da classe fechada e (e) resgate de cotas pelo valor das mesmas nos eventos de liquidação antecipada da classe, no caso de decisão assemblear pela sua não liquidação, desde que se trate de cotista de classe sênior aberta ou fechada.

Contudo, quando em comparação aos direitos dos acionistas minoritários, nota-se haver diferença substancial entre as duas realidades, de maneira que se mostra plausível a conclusão de que os cotistas minoritários, enquanto investidores do mercado de capitais, se encontram em posição prejudicial em relação aos acionistas, mesmo se tratando de investidores com posições jurídicas tão semelhantes.

Foi demonstrada no subcapítulo 5.3.3 a existência de direitos relevantes que não foram replicados aos casos dos cotistas, destacando-se, dentre eles: (a) Tag Along – no caso de alienação do controle do FIDC, não há mecanismo de proteção que garanta aos cotistas minoritários a oportunidade de se retirarem do fundo sem sofrer desvalorização excessiva de suas cotas; (b) direito de solicitar a instalação de Conselho Fiscal – no caso dos FIDCs, como não há órgão semelhante a este conselho, sugeriu-se a possibilidade de contratação de prestador de serviço que possua funções semelhantes; (c) direito à oferta pública no cancelamento de registro e aumento da participação – caso os controladores do fundo deliberem por não mais negociar cotas em mercado organizado de valores mobiliários, por exemplo, não há nada que garanta o seu direito de retirar do fundo por meio de uma oferta pública por suas cotas; (d) direito de solicitar a relação de endereço de todos os cotistas para enviar-lhes procurações – não há mecanismo semelhante nos FIDCs, o que poderia proporcionar não apenas uma facilidade, mas também um incentivo para dispersar o controle do fundo; (e) direito de requerer o funcionamento de Conselho Fiscal de companhia prestadora de serviço do Fundo – inexistente previsão semelhante, que se mostraria interessante no caso dos FIDCs, uma vez que obrigaria o funcionamento de importante órgão fiscalizatório ao menos nos principais prestadores de serviço do fundo, que são administrador e gestor.

Com a inexistência, por exemplo, de proteções aos interesses dos cotistas minoritários em caso de alienação de controle do fundo, ou da classe de cotas, não há previsibilidade ou segurança a esses investidores quanto a um retorno financeiro (mesmo que mínimo), caso o controle do fundo ou classe de cotas seja transferido a outra pessoa (ou grupo de pessoas). Se algum cotista minoritário tiver subscrito cotas de determinado FIDC levando em consideração, dentre outros fatores, a estratégia de atuação dos seus controladores, qual garantia ele terá sobre seus investimentos caso esse controle seja alterado? A discussão não se mostra irrelevante, pois há espaços para melhorias no rol de direitos dos cotistas minoritários.

Já quanto às justificativas encontradas no caso das S/As para proteção dos minoritários, foi destacada a necessidade de serem criadas e mantidas estruturas que propiciem a dispersão acionária, na tentativa de democratizar o acesso ao mercado de capitais, com objetivo de garantir um ambiente mais

chamativo a investidores. Essa realidade, como visto ao longo do texto, também existe no caso dos FIDCs. Não há justificativas para a escassez de estruturas que propiciem a dispersão de cotas. O cenário dos FIDC, mesmo após abertura dos investimentos para o público em geral, não se mostra tão chamativo com o das S/As, que, além das proteções acima expostas, ainda possuem possibilidade de extensão dos direitos dos minoritários por meio dos segmentos especiais do Novo Mercado da B3.

Logo, resta refutada a hipótese inicial, concluindo-se que a insuficiência da regulação estatal atual para conferir proteção especial aos cotistas minoritários só se justifica por motivo histórico, não existindo razão lógica para explicar o tratamento tão distinto de investidores com posições jurídicas semelhantes. Uma reforma das normas de FIDCs pela CVM nesse sentido provavelmente caminhará pelos mesmos rumos almejados, por exemplo, pela Lei n. 6.404/76, pois propiciaria um cenário de provável aumento da captação de recursos via emissão de cotas, diante de possíveis avanços nas proteções existentes para o capital investido pelos minoritários. Tratam-se de mudanças, inclusive, que fariam boa mescla com o fato de atualmente alguns FIDCs poderem emitir cotas ao público em geral, uma vez que forneceria a esses investidores (possivelmente com menor carga de experiência nesse mercado) maiores proteções ao capital eventualmente investido.

A inexistência das proteções listadas, bem como a não identificação de qualquer discussão levantada pela CVM (e até mesmo pelos agentes de mercado) sobre essa situação dos minoritários, demonstra que o tema ainda não possui maturação suficiente em nível regulatório, de maneira a impossibilitar o apontamento de qualquer expectativa de publicação de norma que abarque tais direitos. Trata-se a presente pesquisa, portanto, como possível provocação não somente à CVM como também aos agentes de mercado, sobre um tema que historicamente se mostrou central no caso das S/A e que, no caso dos FIDCs, aparenta ainda ser ignorado.

Para novas e seguintes etapas de pesquisa, por fim, cabe endereçar as bases para se discutir sobre a atribuição de proteção especial ao cotista minoritário e a respeito do aperfeiçoamento das classificações de fundos de investimento, dos FIDCs e dos direitos dos cotistas apresentadas neste trabalho.

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**: abuso das posições subjetivas minoritárias. 2010. 436 f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-02082011-142051/pt-br.php>. Acesso em: 1º mar. 2023.

AMENDOLARA, Leslie. **Os direitos dos acionistas minoritários**: com as alterações da Lei n. 9.547/97. São Paulo: STS, 1998.

ASCARELLI, Tulio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Quórum, 2008.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Código de administração de recursos de terceiros**, São Paulo, p. 1-193, 3 jan. 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/E2/B4/FC/8E/3569D7101C3BD7D7882BA2A8/Codigo%20de%20ART_03.01.22.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Conselho Monetário Nacional. Resolução n. 145, de 14 de abril de 1970. Fundos mútuos de investimento – Constituição e funcionamento sob a forma de condomínio aberto, de acordo com a resolução 131, de 28/01/70 – Regulamentação. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 1970. Disponível em: <https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/40435/Res_0145_v1_O.pdf>. Acesso em: 20 jan. 2023.

B3 soma 486 empresas listadas, sendo 205 no novo mercado. **Monitor Mercantil**, Rio de Janeiro, 8 dez. 2021. Disponível em: <<https://monitormercantil.com.br/b3-soma-486-empresas-listadas-sendo-205-no-novo-mercado/>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

B3. **Regulamento do novo mercado**. São Paulo, p. 1-45, 3 out. 2017. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

BARRETO FILHO, Oscar. **Regime jurídico das sociedades de investimentos**: *investment trusts*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril, 1984.

BERTONCINI, Rodrigo Junqueira. **A sociedade de economia mista contemporânea**: uma análise da relação entre lucro e interesse público à luz da lei das estatais. Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto. 2019. 197 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Santa Catarina,

Florianópolis, 2019. Disponível em:
<<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/214705/PDPC1423-D.pdf?sequence=-1>>. Acesso em: 22 abr. 2022.

BIFANO, Elidie Palma. Anotações sobre fundos exclusivos. *In*: CARVALHO, Paulo de; SOUZA, Priscila de (Coord.). CONGRESSO NACIONAL DE ESTUDOS TRIBUTÁRIOS: constructivismo lógico-semântico e os diálogos entre teoria e prática” 16. **Anais...**, São Paulo: Noeses, 2019. p. 393-422. Disponível em: <<https://www.ibet.com.br/wp-content/uploads/2020/03/Artigo-Elidie-Bifano.pdf>>. Acesso em: 25 abr. 2022. <https://www.ibet.com.br/wp-content/uploads/2020/03/Artigo-Elidie-Bifano.pdf>

BILLI, Marcelo (Coord.). **Cartilha da nova classificação de fundos**: AMBIMA. Rio de Janeiro, RJ, 2015. Disponível em:
<https://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos_1_.pdf>. Acesso em: 1 dez. 2022.

BM&FBOVESPA. **Bovespa Mais – Nível 2**: regulamento de listagem, regulamento de aplicação de sanções pecuniárias, cláusulas mínimas estatutárias. São Paulo, p. 1-38, 2014a. Disponível em:
<[https://www.b3.com.br/data/files/20/24/8D/4A/4D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/20/24/8D/4A/4D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%202022).pdf)>. Acesso em: 20 jan. 2023.

BM&FBOVESPA. **Bovespa mais**: regulamento de listagem, regulamento de aplicação de sanções pecuniárias, cláusulas mínimas estatutárias. São Paulo, p. 1-39, 2014b. Disponível em:
<[https://www.b3.com.br/data/files/4C/14/56/40/4D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202%C2%AA%20fase%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/4C/14/56/40/4D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202%C2%AA%20fase%20(San%C3%A7%C3%B5es%202022).pdf)>. Acesso em: 20 jan. 2023.

BM&FBOVESPA. **Nível 1 de governança corporativa**: regulamento de listagem, regulamento de aplicação de sanções pecuniárias, cláusulas mínimas estatutárias. São Paulo, p. 1-31, 10 maio 2011a. Disponível em:
<[https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20(San%C3%A7%C3%B5es%202022).pdf)>. Acesso em: 20 jan. 2023.

BM&FBOVESPA. **Nível 2 de governança corporativa**: regulamento de listagem, regulamento de aplicação de sanções pecuniárias, cláusulas mínimas estatutárias. São Paulo, p. 1-47, 10 maio 2011b. Disponível em:
<[https://www.b3.com.br/data/files/CE/D2/27/EB/2D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/CE/D2/27/EB/2D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%202022).pdf)>. Acesso em: 20 jan. 2023.

BORGES, João Eunápio. **Curso de direito comercial terrestre**. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil, 1988. Texto constitucional de 5 de outubro de 1988 com as alterações adotadas por emendas constitucionais de revisão. **Diário Oficial União**, Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado>. Acesso em: 10 jan. 2022.

BRASIL. Decreto n. 10.139, de 28 de novembro de 2019. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 28 nov. 2019a. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/decreto/d10139.htm>. Acesso em: 1 mar. 2023.

BRASIL. Decreto-Lei n. 4.657 de 4 de setembro de 1942. Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 set. 1942. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del4657compilado.htm>. Acesso em: 1º mar. 2023.

BRASIL. Decreto-Lei n. 7.583, de 25 de maio de 1945. Dispõe sobre as sociedades de crédito, financiamento ou investimentos. **Diário Oficial União**, Rio de Janeiro, 28 maio 1945. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-7583-25-maio-1945-417384-publicacaooriginal-1-pe.html>>. Acesso em: 20 jan.2023.

BRASIL. Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 21 nov. 1997. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9514.htm>. Acesso em: 15 jan. 2023.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm>. Acesso em: 10 jan. 2022.

BRASIL. Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 31 dez. 2004a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l11076.htm>. Acesso em: 15 jan. 2023.

BRASIL. Lei n. 12.432, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis n.s 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei n. 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. **Diário Oficial União**, Brasília, DF, 27 jun. 2011. Seção 1, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/l12431.htm>. Acesso em: 1º dez. 2022.

BRASIL. Lei n. 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei n. 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei n. 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada n. 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei n. 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei n. 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 20 set. 2019b. Disponível em: <<https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=13874&ano=2019&ato=b74ITW61keZpWT12a>>. Acesso em: 15 jan. 2023.

BRASIL. Lei n. 13.966, de 26 de dezembro de 2019. Dispõe sobre o sistema de franquia empresarial e revoga a Lei n. 8.955, de 15 de dezembro de 1994 (Lei de Franquia). **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 27 dez. 2019c. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13966.htm>. Acesso em: 1º mar. 2023.

BRASIL. Lei n. 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis n.s 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei n. 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis n.s 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro

de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 4 ago. 2022a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 12 jan. 2022.

BRASIL. Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 dez. 1976a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em: 12 jan. 2022.

BRASIL. Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976b. Disponível em: <<https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=6404&ano=1976&ato=a97UTUq50MnRVTa8d>>. Acesso em: 1º mar. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Central de sistemas**: consulta consolidada de fundo. Brasília, DF, 2022b. Disponível em: <https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundoscanc>. Acesso em: 12 fev. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Editais de Audiência Pública SDM n. 08/2021**. Alteração da Instrução CVM n. 472, de 2008, para inclusão de vedação expressa ao uso indevido de informações privilegiadas em negociações de cotas de fundo de investimento imobiliário. Brasília: CVM, 2021a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0821.html> Acesso em: 1º mar. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 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. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 18 dez. 2001a. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>>. Acesso em: 10 jan. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 399, de 21 de novembro de 2003. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, nos termos da Lei n. 10.735, de 11 de setembro de 2003. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 22 nov. 2003. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst399.html>>. Acesso em: 10 jan. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 444, de 8 de dezembro de 2006. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 dez. 2006. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst444.html>>. Acesso em: 10 jan. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 476 de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 jan. 2009. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acesso em: 21 abr. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 555 de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 18 dez. 2014. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 10 jan. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo administrativo CVM RJ n. 2004/6913**. Consulta sobre obrigações de custodiante de FIDC – artigo 38, inciso I, da Instrução CVM n. 356. Relator: Marcelo Fernandez Trindade, 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 20 abr. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise**: Audiência Pública SDM n. 08/2020 – Processo CVM n. 19957.009249/2019-28. Brasília, DF, 22 de dezembro de 2022c. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0820_Relatorio_Republicado_03_01____.pdf>. Acesso em: 1º de mar. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n. 2, de 6 de agosto de 2020. Revoga atos normativos e outros atos sem caráter normativo, como parte do processo de revisão e a consolidação dos atos normativos, conforme disposto no Decreto n. 10.139, de 28 de novembro de 2019, e altera a Instrução CVM n. 607, de 17 de junho de 2019. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 7 ago. 2020. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol002.html>>. Acesso em: 12 jan. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n. 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 União**, Brasília, DF, 24 dez. 2022e. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20constitui%C3%A7%C3%A3o%20o,revoga%20as%20normas%20que%20especifica>>. Acesso em: 1º mar. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n. 184 de 31 de maio de 2023. Altera a Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. **Diário Oficial da União**, Brasília, 01 jun. 2023. Disponível

em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol184.html>. Acesso em 02 jun. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução n. 30 de 12 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM n. 539, de 13 de novembro de 2013. **Diário Oficial União**, Brasília, DF, 13 mar. 2021b. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 15 jan. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM n. 589/17, 604/18, 609/19 E 615/1. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 31 ago. 2016. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst578consolid.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 149 de 17 de setembro de 1991. Altera dispositivos da Instrução Normativa n. 125, de 22 de dezembro de 2015, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 19 set. 1991a. Disponível em: <https://antigo.ancine.gov.br/pt-br/legislacao/instrucoes-normativas-consolidadas/instru-o-normativa-n-149-de-17-de-setembro-de-2019>. Acesso em: 10 jan. 2023

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 302, de 5 de maio de 1999. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 10 maio 1999a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst302.html>. Acesso em: 10 jan. 2023

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 303, de 5 de maio de 1999. Dispõe sobre a composição e diversificação de carteira de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 10 maio 1999b. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst303.html>. Acesso em: 10 jan. 2023

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 409, de 19 de março de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 23 mar. 2004b. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=15309>. Acesso em: 10 jan. 2023

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários: Central de Sistemas. Regulamento do Titânio XV Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia. São Paulo, 11 mar. 2019d. Disponível em: <https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundoscanc>. Acesso em: 22 abr. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários: Portal do Investidor. **Dados Históricos e Estatísticas CVM**. Poder Executivo, Brasília, DF, 2022f. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/InfoDownloads/DadosEstatisticas/DadosDownload.html#Voltar>. Acesso em: 21 abr. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Monetário Nacional. **Ata da 720ª Sessão Realizada em 29.11.2001**. Poder Executivo, Brasília, DF, 29 de novembro de 2001b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmnm/AtasCmn/Ata_0720_CMN.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN n. 2.907 de 29 de novembro de 2001. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 2001c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2907_v1_o.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976**. Brasília, DF: Ministério da Fazenda 24 jun. 1976c. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em: 6 fev. 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Portaria n. 309, de 24 de junho de 2019. Estabelece regras procedimentais para análise de pedidos de redução temporária e excepcional da alíquota do Imposto de Importação para bens de capital – BK e bens de informática e telecomunicações – BIT sem produção nacional equivalente, por meio de regime de Ex-tarifário. **Diário Oficial da União**, Brasília, 26 jun. 2019e. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=101914>>. Acesso em: 15 jan. 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. EMENTA: CIVIL. CONTRATO DE TRANSMISSÃO DE PROGRAMAS DE TV. NATUREZA JURÍDICA. O contrato entre empresas de televisão, concessionárias de serviço público, não se inclui no gênero sociedade e, contendo cláusula resolutiva, se extingue segundo nela enunciado. Recurso Especial n. 15.247-RJ, Terceira Turma, Rel. Min. Dias Trindades, julg. 10 dez. 1991. Poder Judiciário, Brasília, 1991b. **Revista do Superior Tribunal de Justiça**, Brasília, a. 4, n. 30, p. 534-542, fev. 1992. Disponível em: <<https://www.stj.jus.br/publicacaoinstitucional/index.php/RevSTJ/article/download/9675/9826>>. Acesso em: 22 jan. 2023.

BULGARELLI, Waldirio (Coord.). **Reforma da lei das S.A.**: Lei n. 6.404/76 e Lei n. 6.385/75, ambas alteradas pela Lei n. 9.457 de 05/05/97. São Paulo: Pioneira, 1998a.

BULGARELLI, Waldirio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S.A.**: de acordo com a reforma da Lei n. 6.404/76. Rio de Janeiro: Renovar, 1998b.

BRUM, Amanda; GOMES, Marcel; BILLI, Marcelo; MARQUES, Marineide. Cartilha da Nova Classificação de Fundos. *In*: BILLI, Marcelo (Coord.). **ANBIMA**. Rio de Janeiro/RJ, 2015. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos_1_.pdf>. Acesso em: 1 dez. 2022.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Acordo de cotistas em fundos de investimento. **Migalhas**, São Paulo, 18 nov. 2014. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/211379/acordo-de-cotistas-em-fundos-de-investimento>>. Acesso em: 22 abr. 2022.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime jurídico dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. Disponível em: <<https://moreiramenezes.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Natureza-juridica-dos-fundos-de-investimento-Carlos-Martins-Neto.pdf>>. Acesso em: 10 jan. 2023.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. *As poison pills* estatutárias na prática: alguns aspectos de sua legalidade. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). **Direito societário**: desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. **Comentário à lei de S.A.** 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 2.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros. **Comentário à lei de S.A.** 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 2.

CARVALHOSA, Modesto de Souza Barros; EIZIRIK, Nelson. **A nova lei das S.A.** São Paulo: Saraiva, 2002.

CAVALCANTI, Arthur Faveret. Ações sem valor nominal. **Revista de Direito da Procuradoria-Geral de Justiça**, Rio de Janeiro, n. 4, p. 67-74, jul./dez. 1976. Disponível em: <https://www.mprj.mp.br/documents/20184/2169923/Arthur_Faveret_Cavalcanti.pdf>. Acesso em: 20 jan. 2023.

CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial**: securitização de crédito. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

COMETTI, Marcelo Tadeu. **O direito dos acionistas de participar nos lucros sociais**. Orientador: Prof. Dr. Fábio Ulhoa Coelho. 2007. 205 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São

Paulo, 2007. Disponível em:

<<http://www.dominiopublico.gov.br/download/teste/arqs/cp040527.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2022.

COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de “quórum” nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. **Revista de Direito Comercial, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, Ano XVII, Nova Série, n. 27, p. 89-98, 1978. Disponível em:

<https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/252451/mod_folder/content/0/COMPARATO.%20A%20Natureza%20da%20Sociedade%20An%C3%B4nima.pdf?forcedownload=1>. Acesso em: 20 jan. 2023.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

DE LUCCA, Newton, DEZEM, Renata Mota Macial. Títulos de crédito. *In*: CAMPILONGO, Celso Fernandes; GONZAGA, Alvaro de Azevedo; FREIRE, André Luiz (Coord.). **Enciclopédia jurídica da PUC-SP**. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Tomo: Direito comercial. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/245/edicao-1/titulos-de-credito>>. Acesso em: 11 fev. 2023.

DUARTE, Nestor. Da invalidade: nulidade e anulabilidade. *In*: CAMPILONGO, Celso Fernandes GONZAGA, Álvaro de Azevedo; FREIRE, André Luiz (Coord.). **Enciclopédia jurídica da PUC-SP**. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Tomo: Direito civil. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/481/edicao-1/da-invalidade---nulidade-e-anulabilidade>>. Acesso em: 2 mar. 2023.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A comentada: artigos 1º a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 4 v.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S.A comentada: artigos 80 ao 137**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. 4 v.

EIZIRIK, Nelson. Os valores mobiliários na nova lei das S.A. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 124, 2001.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de F. **Mercado de capitais: regime jurídico**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FACCHINI, Eduardo Mazzoleni. **Gestão, governança e mercado de capitais: perspectivas das empresas mineiras e gaúchas**. Orientador: Prod. Dr. Igor Morais. 2009. 86 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2009. Disponível em: <<http://www.repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/2777/EdmundoFacchiniEconomial.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 25 abr. 2022.

FERNANDES, André de Godoy. Princípio majoritário e poder de veto em deliberações de sociedades anônimas. *In*: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andre; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Coord.). **Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas**. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedades mercantis**. 5. ed. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1958. 5 v.

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza jurídica dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

FURIATI, Bruno Pierin. **O conceito de *true sale* no direito brasileiro**. 2009. 147 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/8853/1/Bruno%20Pierin%20Furiati.pdf>>. Acesso em: 23 jan. 2022.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

GOMES, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Coordenação Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GOMES, Orlando. **Novos temas de direito civil**. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

GOMES, Orlando. **Obrigações**. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

GUSTIN, Miracy Barbosa de Sousa; DIAS, Maria Tereza Fonseca. **(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática**. Belo Horizonte: Del Rey, 2010.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Os valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Lobo & Lira Advogados, 2021. Disponível em: <<https://www.loboelira.com.br/en/os-valores-mobiliarios-2/>>. Acesso em: 11 fev. 2023.

MARTES, Camilla Ribeiro. **Sobre o controle minoritário nas companhias listadas no novo mercado**. Orientadora: Prof^a. Dr^a. Juliana Krueger Pela. 2014. 189 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-08122014-155609/publico/Dissertacao_Camilla_R_Martes.PDF>. Acesso em: 25 abr. 2022.

MARTINS NETO, Carlos (Coord.). Natureza jurídica dos fundos de investimento e responsabilidade de seus cotistas à luz da Lei de Liberdade Econômica: ficou e como poderia ter ficado. *In*: HANSMANN, Felipe;

HERMETO, Lucas. **Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. Disponível em: <<https://moreiramenezes.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Natureza-juridica-dos-fundos-de-investimento-Carlos-Martins-Neto.pdf>> Acesso em 6 jan. 2021.

MERCADO de capitais encerra 2021 em r\$ 596 bilhões em captações. **Boletim de Mercado de Capitais**, Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2021-com-r-596-bilhoes-em-captacoes.htm#>. Acesso em: 21 abr. 2022.

MINORIA. *In*: DICIONÁRIO online de português. Porto: 7 Graus, 2023. Disponível em: <<https://www.dicio.com.br/minoria/>>. Acesso em: 10 jan. 2023.

MINORIA. *In*: MICHAELIS: dicionário brasileiro de língua portuguesa. São Paulo: Melhoramentos, 2023. Disponível em: <<https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/minoria/>>. Acesso em: 10 jan. 2023.

PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1954.

PENNA, Paulo Eduardo. Controle minoritário no direito brasileiro. *In*: CRISTOFARO, Pedro Paulo; MACHADO FILHO, Caio (Coord.). **Direito empresarial: estudos contemporâneos** Rio de Janeiro: Quartier Latin, 2017

REIS, Jair Teixeira dos; MENDES, R. N.; MENDES, Y. V. T. L. Direito comercial ou direito empresarial? Uma análise da adequabilidade dos designativos à luz da evolução histórica do *ius mercatorum*. **E-Civitas**: revista científica dos cursos de direito e relações internacionais do UNIBH, v. 8, p. 1, 2015. Disponível em: <<https://revistas.unibh.br/dcjpg/article/view/1598>. Acesso em: 6 fev. 2022.

REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como instituição. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 14, n. 18, p. 25-29, 1975.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v. 1. 2 v.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 29. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2.

ROBERT, Bruno. **Exercício de direito de voto nas assembleias das companhias brasileiras, pedidos públicos de procuração, voto e participação à distância**. Orientador: Prof. Dr. Eduardo Secchi Munhoz. 2014. 457 f. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11022015-145315/publico/Bruno_Robert_Tese_final.pdf >. Acesso em: 18 abr. 2022.

RODRIGUES, Renato Amoedo Nadier. **Direito dos acionistas minoritários**.

2007. 221 f. Orientador: Prof. Dr. Edivaldo M. Boaventura. 2007. 221 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2007. Disponível em: <<https://repositorio.ufba.br/bitstream/ri/9023/1/RENATO%20AMOEDO%20NADIER%20RODRIGUES%20-%20DISSERTA%C3%87%C3%83O.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2022.

ROUWENHORST, K. Geert. The Origins of Mutual Funds. **Yale International Center for Finance**, New Haven, Estados Unidos, 12 dez. 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146>. Acesso em: 1 dez. 2022.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006.

SANTOS, Eliza Ferreira dos. Os direitos essenciais do acionista. **Revista de Ciência Política**, Rio de Janeiro, v. 30, n. 3, jul./set 1987. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rcp/article/download/60151/58468/126940#:~:text=Os%20direitos%20essenciais%20do%20acionista,virtude%20de%20a%20sociedade%20n%C3%A3o>>. Acesso em: 20 jan. 2023.

SANTOS, Estela Sucasas dos. **Fundo de investimento em participações: FIP como instrumento de estímulo à inovação**. Orientadora: Prof^a. Dr^a. Rúbia Carneiro Neves. 2019. 174 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2019. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/DIRS-BEKKCL/1/santos__estela_sucasas___dissertacao.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2022.

SANTOS, Estela Sucasas dos; NEVES, Rubia Carneiro. Efeitos das dimensões subjetiva e objetiva do fundo de investimento sobre a titularidade de seu patrimônio. In: LIMA, Renata Albuquerque; KNOERR, Viviane Coêlho de Séllos (Coord.). ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI: direito empresarial, 2. **Anais...**, Florianópolis: CONPEDI, 2020. p. 118-138. Disponível em: <<http://site.conpedi.org.br/publicacoes/nl6180k3/8k9g6g16/f37zfH843X49sGbB.pdf>>. Acesso em: 2 fev. 2021.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo. Agravo de Instrumento. Cautelar antecedente. Nulidade de assembleia de cotistas [...]. **Agravo de instrumento n. 2024545-71.2021.8.26.0000**. 2^a Câmara Reservada de Direito Empresarial, 2^a Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem. Rel.: Ricardo Negrão, 29 jun. 2021. Disponível em: <<https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14780057&cdForo=0>>. Acesso em: 20 abr. 2022.

SCISINIO, Alaôr Eduardo. **As maiorias acionárias e o abuso do direito**. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

SGARBI, Mariana Loyola Ferreira Sgarbi. **Limites da atuação da Comissão de Valores Mobiliários na regulação dos fundos de investimento**. Orientador: Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa Lima. 2014. 115 f. Dissertação

(Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUBD-9XQH6H/1/disserta_o_mariana_loyola_ferreira_sgarbi_27.08.2014_format_a_o_lucio_full_abnt_.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2022.

SINGULARE: **A melhor solução para Fundos de Investimento**. São Paulo, 2023. Disponível em: <<https://www.singulare.com.br/>>. Acesso em 1º mar. 2023.

UQBAR. **Anuário UQBAR FIDC 2021**. Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2021/fidc.php>>. Acesso em: 20 abr. 2022.

UQBAR. **Anuário UQBAR FIDC 2022**. Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/fidc.php>>. Acesso em: 20 abr. 2022.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil: parte geral**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial 3: a sociedade por ações; a sociedade anônima; a sociedade em comandita por ações**. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3.

VIVANTE, Cesare. **Trattato di diritto commerciale**. 5. ed. Milão: Francesco Vallardi, 1935. v. 3.

VOLUME financeiro do mercado a vista lote padrão da bolsa B3 é o maior da história em 2021 e representa 90,5% do PIB brasileiro. **Economática**, São Paulo, 2022. Disponível em: <<https://insight.economatica.com/volume-financeiro-do-mercado-a-vista-lote-padrao-da-bolsa-b3-e-o-maior-da-historia-em-2021-e-representa-905-do-pib-brasileiro/>>. Acesso em: 21 abr. 2022.

WALD, Arnold. O acordo de acionistas e o poder de controle do acionista majoritário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: v. 36, n. 110, p. 7-15, abr./jun. 1998.

WALD, Arnoldo. A reforma da lei das sociedades anônimas: os direitos dos minoritários na nova lei das S.A. *In*: LOBO, Jorge (Coord.). **A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303/01, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

APÊNDICE

Tabela 1 – Regramento da amortização e direitos dela decorrentes.

| ARTIGO | CONTEÚDO | CLASSE OU SUBCLASSE ATINGIDA | LOCALIZAÇÃO NA RESOLUÇÃO CVM N. 175/2022 |
|-----------------------|---|------------------------------|--|
| Inciso III do art. 3º | Amortização é o pagamento uniforme realizado a todos os cotistas de determinada classe ou subclasse, de parcela do valor de | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|------------------------------------|---|---|-------------|
| | suas cotas, sem redução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o disposto no regulamento ou com deliberação da assembleia de cotistas | | |
| Inciso II do § 5º do art. 5º | As subclasses de cotas podem ser diferenciadas por, dentre outros fatos, prazos e condições de aplicação, amortização e resgate | Subclasses de cotas abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | Parte Geral |
| Parágrafo único do art. 13 | O cotista que não houver comunicado a atualização de seu endereço físico ou eletrônico ao administrador tem o direito de que o administrador mantenha a guarda das comunicações devolvidas até a realização do resgate ou amortização total das cotas | Todas (tratando-se da amortização) | Parte Geral |
| Inciso IX do art. 16 | A cota de classe aberta não pode ser objeto de cessão ou transferência de titularidade exceto quando, dentre outras hipóteses previstas nos outros incisos do art. 16, tenha havido resgate ou amortização das cotas em cotas de outras classes, passando assim essas últimas cotas à propriedade do investidor cujas cotas foram resgatadas ou amortizadas | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Caput do art. 35 | As aplicações, amortizações e resgates realizados por meio de distribuidores que estejam atuando por conta e ordem de clientes devem ser efetuados de forma segregada, de modo que os bens e direitos integrantes do patrimônio de cada um dos clientes, bem como seus frutos e rendimentos, não se comuniquem entre si ou com o patrimônio do distribuidor | Todas (tratando-se da amortização) | Parte Geral |
| Inciso X do art. 36 | Os distribuidores que estejam atuando por conta e ordem que possuem a obrigação de efetuar a retenção e recolhimento dos tributos incidentes nas aplicações, amortizações e resgates, conforme determinar a legislação tributária | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 43 | A amortização de cotas deve ocorrer conforme disposto no regulamento ou deliberado pela assembleia de cotistas | Todas | Parte Geral |
| Inciso X do § 2º do art. 48 | Os Anexos Descritivos de classes devem dispor sobre, dentre outros temas, os procedimentos aplicáveis à amortização e resgate compulsório de cotas | Todas | Parte Geral |
| Alínea "a" do inciso I do art. 122 | Caso o administrador verifique que o patrimônio líquido da classe de cotas está negativo e responsabilidade dos cotistas esteja limitada ao valor por eles subscrito, deverá imediatamente, dentre outras providências listadas pelos demais incisos, fechar para resgate e não realizar amortizações de cotas | Todas (tratando-se da amortização) | Parte Geral |

| | | | |
|--|--|---|-------------|
| <i>Caput</i> do art. 129 | Após pagamento aos cotistas do valor total de suas cotas, por meio de amortização ou resgate, o administrador deve efetuar o cancelamento do registro de funcionamento da classe, conforme procedimento previsto no art. 129 | Todas (tratando-se da amortização) | Parte Geral |
| Inciso VIII do art. 2º | As cotas de subclasse sênior não se subordinam a qualquer outra subclasse para fins de amortização e resgate | Cotas de subclasse sênior – abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | Anexo II |
| Inciso IX do art. 2º | As cotas de subclasse subordinada mezanino se subordinam às seniores e não às subordinadas para fins de resgate e amortização | Cotas de subclasse subordinada mezanino – abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | Anexo II |
| Inciso X do art. 2º | As cotas de subclasse subordinada se subordinam a todas as outras para fins de resgate e amortização | Cotas de subclasse subordinada – abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | Anexo II |
| Inciso XXIII do art. 2º c/c parágrafo único do art. 9º | As cotas de subclasse seniores e subordinadas mezanino de classe fechada podem ser emitidas em séries com índices referenciais diferentes e prazos diferenciados para amortização, permanecendo inalterados os demais direitos e obrigações | Cotas de subclasse subordinadas mezanino e seniores – fechadas | Anexo II |
| Incisos I e II do art. 13 | A distribuição de cotas ao público em geral requer, além de outros requisitos previstos nos demais incisos do art. 13, que o regulamento estipule cronograma para amortização de cotas ou distribuição de rendimentos e a proibição de adquirir cotas subordinadas | Cotas de subclasse sênior e subordinadas mezanino – abertas e fechadas | Anexo II |
| <i>Caput</i> do art. 16 | Admite-se o resgate e amortização de cotas subordinadas e subordinadas mezanino de acordo com o regulamento, desde que não haja redução do índice de subordinação | Cotas de subclasse subordinadas e subordinadas mezanino – abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | Anexo II |
| Parágrafo único do art. 16 | Cotas subordinadas podem ser resgatadas e amortizadas em direitos creditórios | Cotas de subclasse subordinadas – abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | Anexo II |
| <i>Caput</i> do art. 17 | Admite-se o resgate e amortização de cotas seniores e subordinadas mezanino em direitos creditórios somente por deliberação da | Cotas de subclasse seniores e | Anexo II |

| | | | |
|----------------------------|---|---|----------|
| | assembleia de cotistas ou pelo exercício do direito de dissidência | subordinadas mezanino – abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | |
| Caput do art. 55 | Caso os cotistas reunidos em assembleia deliberem pela não liquidação da classe de cotas em função de ocorrência de hipótese prevista no regulamento, é assegurada a amortização ou o resgate total das cotas seniores aos cotistas dissidentes que o solicitarem | Cotas de subclasse seniores – abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | Anexo II |
| Parágrafo único do art. 55 | Na hipótese prevista acima, os titulares de cotas subordinadas mezanino e subordinadas que sejam dissidentes podem amortizar ou resgatar suas cotas, desde que o índice de subordinação não seja comprometido | Cotas de subclasse subordinadas mezanino e subordinadas – abertas e fechadas (tratando-se da amortização) | Anexo II |

Fonte: elaborado pelo próprio autor.

Tabela 2 – Regramento do resgate e direitos dele decorrentes.

| ARTIGO | CONTEÚDO | CLASSE OU SUBCLASSE ATINGIDA | LOCALIZAÇÃO NA RESOLUÇÃO CVM N. 175/2022 |
|------------------------------|--|--|--|
| Inciso XVIII do art. 3º | A data de conversão de cotas é aquela aferida consoante prazo indicado no regulamento para apuração do valor da cota para efeito da aplicação e do pagamento do resgate ou amortização | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Inciso XIX do art. 3º | A data de pagamento do resgate é aquela em que há efetivo desembolso, pela classe, do valor líquido devido ao cotista que efetuou pedido de resgate | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Inciso XX do art. 3º | A data do pedido de resgate é aquela em que o cotista solicita o resgate de parte ou da totalidade das cotas de sua propriedade | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Inciso XXXVI do art. 3º | A taxa de saída é aquela paga pelo cotista ao patrimônio da classe ao resgatar recursos de uma classe de cotas, conforme previsão do regulamento | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Inciso II do § 5º do art. 5º | As subclasses de cotas podem ser diferenciadas por, dentre outros fatos, prazos e condições de aplicação, amortização e resgate | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se do resgate) | Parte Geral |
| Inciso I do § 7º do art. 5º | Denomina-se aberta a classe cujo regulamento admita que as cotas sejam resgatadas | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Inciso II do § 7º do art. 5º | Denomina-se fechada a classe cujo regulamento não admite o resgate de cotas | Classes e subclasses de cotas fechadas | Parte Geral |
| Parágrafo único do art. 13 | O cotista que não houver comunicado a atualização de seu endereço físico ou eletrônico ao administrador tem o direito de | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |

| | | | |
|--------------------------|---|--|-------------|
| | que o administrador mantenha a guarda das comunicações devolvidas até a realização do resgate ou amortização total das cotas | (tratando-se do resgate) | |
| Inciso IX do art. 16 | A cota de classe aberta não poder ser objeto de cessão ou transferência de titularidade exceto quando, dentre outras hipóteses previstas nos outros incisos do art. 16, tenha havido resgate ou amortização das cotas em cotas de outras classes, passando assim essas últimas cotas à propriedade do investidor cujas cotas foram resgatadas ou amortizadas | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| § 2º do art. 29 | Caso o cotista efetue um resgate total e volte a investir na mesma classe ou subclasse em intervalo de tempo durante o qual não ocorra alteração do regulamento que impacte a classe ou subclasse investida, é dispensada a formalização de novo termo, sendo considerado válido o termo formalizado pelo cotista em seu último ingresso | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Caput do art. 35 | As aplicações, amortizações e resgates realizados por meio de distribuidores que estejam atuando por conta e ordem de clientes devem ser efetuados de forma segregada, de modo que os bens e direitos integrantes do patrimônio de cada um dos clientes, bem como seus frutos e rendimentos, não se comuniquem entre si ou com o patrimônio do distribuidor | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se do resgate) | Parte Geral |
| Inciso IX do art. 36 | Os distribuidores que estejam atuando por conta e ordem que possuem a obrigação de manter informações atualizadas que permitam a identificação dos cotistas finais, a qualquer tempo, bem como do registro atualizado de todas as aplicações e resgates realizados em nome de cada um dos cotistas efetivos | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se do resgate) | Parte Geral |
| Inciso X do art. 36 | Os distribuidores que estejam atuando por conta e ordem que possuem a obrigação de efetuar a retenção e recolhimento dos tributos incidentes nas aplicações, amortizações e resgates, conforme determinar a legislação tributária | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se do resgate) | Parte Geral |
| Incisos I a V do art. 40 | O resgate de cotas deve obedecer às seguintes regras: o regulamento deve estabelecer os prazos entre a data do pedido de resgate, a data de conversão de cotas e a data do pagamento do resgate; a conversão de cotas deve se dar pelo valor da cota do dia na data de conversão; o pagamento do resgate deve ser efetuado por meio do Sistema de Pagamentos Brasileiro SPB, no prazo estabelecido no regulamento, que não pode ser superior a 5 (cinco) dias úteis, contados da data da conversão de cotas, ressalvadas as hipóteses previstas em regulamentações específicas; o regulamento pode estabelecer prazo de carência para resgate, com ou sem rendimento; e salvo na hipótese de iliquidez excepcional de que trata o art. 44, é devida ao cotista uma multa de | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |

| | | | |
|----------------------------|---|---------------------------------------|-------------|
| | 0,5% do valor de resgate, a ser paga pelo administrador, por dia de atraso no pagamento do resgate de cotas | | |
| Caput do art. 41 | O regulamento pode prever a existência de barreiras aos resgates, por meio das quais o gestor pode, a seu critério e de acordo com parâmetros estabelecidos no regulamento, limitar os pedidos de resgate a uma fração do patrimônio líquido da classe, sem prejuízo do tratamento equitativo entre os cotistas | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| § 2º do art. 41 | Caso o gestor utilize barreiras aos resgates, deve imediatamente informar ao administrador, tanto por ocasião do estabelecimento da barreira quanto de sua remoção, para que este imediatamente divulgue fato relevante | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Incisos I a III do art. 42 | As classes abertas podem realizar o resgate compulsório de suas cotas, desde que: o regulamento ou a assembleia de cotistas assim autorize, bem como determine claramente a forma e condições por meio do qual referido procedimento deve ser realizado; o resgate compulsório seja realizado de forma equânime, simultânea e proporcional entre todos os cotistas da mesma classe e subclasse; e não seja cobrada taxa de saída | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Caput do art. 44 | No caso de fechamento dos mercados e em casos excepcionais de iliquidez dos ativos componentes da carteira, inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário do fundo ou do conjunto dos cotistas, em prejuízo destes últimos, o administrador, o gestor ou ambos, de acordo com o disposto no Regulamento, podem declarar o fechamento da classe de cotas para a realização de resgates | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| § 1º do art. 44 | Caso seja declarado o fechamento para a realização de resgates nos termos acima, o administrador deve proceder à imediata divulgação de fato relevante, tanto por ocasião do fechamento, quanto da reabertura da classe | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| § 2º do art. 44 | Todos os pedidos de resgate que estejam pendentes de conversão quando do fechamento para resgates devem ser cancelados | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| § 3º do art. 44 | Caso a classe permaneça fechada para resgates por período superior a 5 dias úteis, o administrador deve convocar no prazo máximo de 1 dia, para realização em até 15 dias, assembleia de cotistas da classe afetada, para deliberar sobre as seguintes possibilidades, que podem ser adotadas de modo isolado ou conjuntamente: reabertura ou manutenção do fechamento para resgate; cisão do fundo ou da classe; liquidação; e desde que de comum acordo com os cotistas que terão as cotas resgatadas, manifestada na assembleia ou | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |

| | | | |
|---|---|--|-------------|
| | fora dela, resgate de cotas em ativos da classe | | |
| Incisos VIII a X e XIV do § 2º do art. 48 | Os anexos descritivos de classes devem dispor sobre, dentre outros temas previstos nos demais incisos do art. 48: as condições para a aplicação e o resgate de cotas nas classes abertas, inclusive no que se refere a feriados estaduais e municipais; condições para a utilização de barreiras aos resgates, contendo no mínimo os parâmetros de liquidez que autorizam o gestor a utilizar a medida; os procedimentos aplicáveis à amortização e resgate compulsórios de cotas; o intervalo para a atualização do valor da cota da classe aberta, que deve ser compatível com o prazo de resgate | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Alínea “c” do inciso I do art. 50 | Salvo se aprovadas pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia, as alterações de regulamento são eficazes no caso de classes abertas, com relação às mudanças nas condições do resgate, apenas a partir do decurso de, no mínimo, 30 (trinta) dias, ou do prazo para pagamento de resgate estabelecido no regulamento, o que for maior, e após a disponibilização do resumo de que trata o art. 79 | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Inciso VII do art. 104 | Inclui-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas na Resolução, nas classes abertas, receber e processar os pedidos de resgate | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Incisos I e II do art. 113 | O regulamento da classe de cotas restrita pode, dentre outros temas previstos nos demais incisos do art. 113: admitir a utilização de ativos financeiros na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos; admitir que os pedidos de resgate de cotas sejam aceitos somente em determinadas datas ou períodos, hipótese na qual as datas ou períodos de resgate devem estar expressamente definidos no regulamento | Classes restritas de cotas abertas | Parte Geral |
| Alínea ‘a’ do inciso I do art. 122 | Caso o administrador verifique que o patrimônio líquido da classe de cotas está negativo e responsabilidade dos cotistas esteja limitada ao valor por eles subscrito, deverá imediatamente, dentre outras providências listadas pelos demais incisos, fechar para resgate, não realizar amortizações de cotas e cancelar os pedidos de resgate pendentes de conversão | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se do resgate) | Parte Geral |
| § 4º do art. 126 | Na hipótese de liquidação da classe de cotas por deliberação da assembleia de cotistas, o administrador deve promover a divisão de seu patrimônio entre os cotistas, na proporção de suas cotas, no prazo eventualmente definido na assembleia de cotistas. Nessas hipóteses, deve constar das notas explicativas às demonstrações contábeis, análise quanto a terem os valores dos resgates sido ou não | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se do resgate) | Parte Geral |

| | | | |
|----------------------------|--|--|-------------|
| | efetuados em condições equitativas e de acordo com a regulamentação pertinente, bem como quanto à existência ou não de débitos, créditos, ativos ou passivos não contabilizados | | |
| Inciso I do art. 127 | No âmbito da liquidação da classe de cotas, o administrador deve suspender novas subscrições de cotas e, nas classes abertas, os pedidos de resgate, salvo se deliberado em contrário pela unanimidade dos cotistas presentes à assembleia | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se do resgate) | Parte Geral |
| Inciso II do art. 128 | No âmbito da liquidação da classe de cotas, e desde que de modo aderente ao plano de liquidação, fica dispensado, dentre outras hipóteses levantadas pelos demais incisos do art. 128: o cumprimento dos prazos de que trata o inciso I do <i>caput</i> do art. 40, entre a data do pedido de resgate de cotas, a data de conversão de cotas e a data do pagamento do resgate; a compatibilidade da carteira de ativos com os prazos de que trata o inciso I do art. 40, para pagamento dos pedidos de resgate | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| <i>Caput</i> do art. 129 | Após pagamento aos cotistas do valor total de suas cotas, por meio de amortização ou resgate, o administrador deve efetuar o cancelamento do registro de funcionamento da classe, conforme procedimento previsto no art. 129 | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se do resgate) | Parte Geral |
| Inciso VIII do art. 2º | As cotas de subclasse sênior não se subordinam a qualquer outra subclasse para fins de amortização e resgate | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se de resgate) | Anexo II |
| Inciso IX do art. 2º | As cotas de subclasse subordinada mezanino se subordinam às seniores e não às subordinadas para fins de resgate e amortização | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se de resgate) | Anexo II |
| Inciso X do art. 2º | As cotas de subclasse subordinada se subordinam a todas as outras para fins de resgate e amortização | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se de resgate) | Anexo II |
| Inciso III do art. 13 | A distribuição de cotas ao público em geral requer, além de outros requisitos previstos nos demais incisos do art. 13, que o prazo de carência, se houver, em conjunto com o prazo total entre o pedido de resgate e seu pagamento, não totalizem o prazo superior a 180 dias, se tratando de classes abertas | Classes e subclasses de cotas abertas | Anexo II |
| <i>Caput</i> do art. 16 | Admite-se o resgate e amortização de cotas subordinadas e subordinadas mezanino de acordo com o regulamento, desde que não haja redução do índice de subordinação | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se de resgate) | Anexo II |
| Parágrafo único do art. 16 | Cotas subordinadas podem ser resgatadas e amortizadas em direitos creditórios | Classes e subclasses de cotas abertas | Anexo II |

| | | | |
|----------------------------|---|--|----------|
| | | (tratando-se de resgate) | |
| Caput do art. 17 | Admite-se o resgate e amortização de cotas seniores e subordinadas mezanino em direitos creditórios somente por deliberação da assembleia de cotistas ou pelo exercício do direito de dissidência | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se de resgate) | Anexo II |
| Inciso II do art. 39 | O custodiante pode ser contratado pelo administrador para, dentre outras hipóteses previstas nos demais incisos do art. 39, cobrar e receber, em nome da classe, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outro rendimento relativo aos ativos da carteira, depositando os valores recebidos diretamente em conta de titularidade da classe ou, se for o caso, em conta-vinculada | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se de resgate) | Anexo II |
| Caput do art. 55 | Caso os cotistas reunidos em assembleia deliberem pela não liquidação da classe de cotas em função de ocorrência de hipótese prevista no regulamento, é assegurada a amortização ou o resgate total das cotas seniores aos cotistas dissidentes que o solicitarem | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se de resgate) | Anexo II |
| Parágrafo único do art. 55 | Na hipótese prevista acima, os titulares de cotas subordinadas mezanino e subordinadas que sejam dissidentes podem amortizar ou resgatar suas cotas, desde que o índice de subordinação não seja comprometido | Classes e subclasses de cotas abertas (tratando-se de resgate) | Anexo II |

Tabela 3 – Regramento do voto e direitos dele decorrentes.

| ARTIGO | CONTEÚDO | CLASSE OU SUBCLASSE ATINGIDA | LOCALIZAÇÃO NA RESOLUÇÃO CVM N. 175/2022 |
|-----------------------|--|------------------------------|--|
| Inciso XLI do art. 3º | Considera-se como “vínculo por interesse único e indissociável” aquele decorrente de controle comum do Fundo de Investimento, conforme definido nas normas contábeis, ou de acordo que obrigue os cotistas a votarem em conjunto nas assembleias. | Todas | Parte Geral |
| §1º do art. 38 | O distribuidor atuando por conta e ordem de clientes pode comparecer e votar nas assembleias de cotistas representando os interesses de seus clientes, desde que possua mandato com poderes específicos para essa representação, ficando dispensado de apresentar o instrumento do mandato nas assembleias de cotistas, sendo, nesta hipótese, de sua única e exclusiva responsabilidade manter o instrumento em seus arquivos | Todas | Parte Geral |
| § 2º do art. 72 | Caso seja admitida a participação do cotista por meio de sistema eletrônico, a convocação deve conter informações detalhando as regras e os procedimentos para viabilizar a participação e votação a distância, incluindo as informações necessárias e suficientes para acesso e utilização do sistema, assim como se | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|-------------------------------|---|-------|-------------|
| | a assembleia será realizada parcial ou exclusivamente de modo eletrônico | | |
| Incisos I e II do art. 75 | A assembleia de cotistas pode ser realizada: de modo exclusivamente eletrônico, caso os cotistas somente possam participar e votar por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico; ou de modo parcialmente eletrônico, caso os cotistas possam participar e votar tanto presencialmente quanto a distância por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico | Todas | Parte Geral |
| § 2º do art. 75 | No caso de utilização de modo eletrônico em assembleia geral, o administrador deve adotar meios para garantir a autenticidade e a segurança na transmissão de informações, particularmente os votos, que devem ser proferidos por meio de assinatura eletrônica ou outros meios eficazes para assegurar a identificação do cotista | Todas | Parte Geral |
| §3º do art. 75 | Os cotistas podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida pelo administrador antes do início da assembleia, observado o disposto no regulamento | Todas | Parte Geral |
| Caput, §§ 1º e 2º do art. 76 | As deliberações da assembleia de cotistas são tomadas por maioria de votos dos presentes. O regulamento pode estabelecer quórum qualificado para as deliberações, inclusive as relativas às matérias previstas no art. 70. Na hipótese de deliberação que possa resultar na destituição ou substituição de prestador de serviço essencial da classe aberta, o quórum qualificado acima não pode ultrapassar cotas representativas da metade do patrimônio líquido da classe | Todas | Parte Geral |
| § 3º do art. 76 | Sem prejuízo da possibilidade prevista no art. 5º, § 6º, para os efeitos de cômputo de quórum e manifestações de voto, na assembleia de cotistas a cada cotista cabe uma quantidade de votos representativa de sua participação no fundo, classe ou subclasse, conforme o caso | Todas | Parte Geral |
| § 4º do art. 76 | Na classe restrita que possua subclasses, o regulamento pode dispor livremente sobre a forma de cálculo da quantidade de votos atribuída às diferentes subclasses, desde que a participação de cotistas da mesma subclasse seja equitativa | Todas | Parte Geral |
| §§ 5º e 6º do art. 76 | O regulamento pode dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas. Nessa hipótese, deve ser concedido aos cotistas o prazo mínimo de 10 (dez) dias para manifestação, contado da consulta por meio eletrônico, ou de 15 (quinze) dias, contado da consulta por meio físico | Todas | Parte Geral |
| Caput e §§ 1º e 2º do art. 77 | Somente podem votar na assembleia geral ou especial os cotistas inscritos no registro de cotistas na data da convocação da | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|-----------------------|--|---|-------------|
| | <p>assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos. As deliberações da assembleia especial de cotistas devem se ater às matérias de interesse exclusivo da respectiva classe de cotas ou subclasse de cotas, conforme o caso.</p> <p>O procurador deve possuir mandato com poderes específicos para a representação do cotista em assembleia, devendo entregar um exemplar do instrumento do mandato à mesa, para sua utilização e arquivamento pelo administrador</p> | | |
| Caput do art. 78 | <p>Não podem votar nas assembleias de cotistas: o prestador de serviço, essencial ou não; os sócios, diretores e empregados do prestador de serviço; partes relacionadas ao prestador de serviço, seus sócios, diretores e empregados; o cotista que tenha interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse no que se refere à matéria em votação; e o cotista, na hipótese de deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade.</p> | Todas | Parte Geral |
| § 1º do art. 78 | <p>Não se aplicam as restrições previstas acima, caso: os únicos cotistas forem, no momento de seu ingresso no fundo, na classe ou subclasse, conforme o caso, as pessoas mencionadas nos incisos I a V do <i>caput</i>; ou houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas do fundo, da mesma classe ou subclasse, conforme o caso, que pode ser manifestada na própria assembleia ou constar de permissão previamente concedida pelo cotista, seja específica ou genérica, e arquivada pelo administrador.</p> | Todas | Parte Geral |
| § 2º do art. 78 | <p>Previamente ao início das deliberações, cabe ao cotista que tenha interesses conflitantes com o fundo, classe ou subclasse no que se refere à matéria em votação declarar à mesa seu impedimento para o exercício do direito de voto</p> | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 94 | <p>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.</p> | Todas | Parte Geral |
| Inciso II do art. 106 | <p>Os prestadores de serviços, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta, além das previstas nos demais incisos do art. 106: exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades da classe de cotas, ressalvado o que dispuser a política relativa ao exercício de direito de voto</p> | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 114 | <p>Na classe de cotas exclusivamente destinada a investidores profissionais, o regulamento pode afastar, total ou parcialmente, as hipóteses de vedação ao direito a voto em</p> | Classes de cotas restritas a investidores profissionais | Parte Geral |

| | | | |
|-------------------------|---|---|----------|
| | assembleia de cotistas, conforme dispostas no art. 78 | | |
| <i>Caput</i> do art. 28 | Caso a classe possua subclasses de cotas, para fins de quórum em assembleia de cotistas, o regulamento do fundo deve dispor sobre os votos atribuídos a cada subclasse na assembleia | Subclasses de cotas – abertas e fechadas | Anexo II |
| § 1º do art. 28 | Caso a matéria em deliberação resulte ou possa resultar em uma redução do índice de subordinação de uma determinada subclasse de cotas, somente podem votar os titulares de cotas seniores, assim como titulares de cotas mezanino que não se subordinem à subclasse em deliberação | Subclasse de cotas seniores e subordinadas mezanino | Anexo II |

Tabela 4 – Regramento da remuneração de cotas e direitos dela decorrentes.

| ARTIGO | CONTEÚDO | CLASSE OU SUBCLASSE ATINGIDA | LOCALIZAÇÃO NA RESOLUÇÃO CVM N. 175/2022 |
|-------------------------|---|---|--|
| <i>Caput</i> do art. 35 | As aplicações, amortizações e resgates realizados por meio de distribuidores que estejam atuando por conta e ordem de clientes devem ser efetuados de forma segregada, de modo que os bens e direitos integrantes do patrimônio de cada um dos clientes, bem como seus frutos e rendimentos, não se comuniquem entre si ou com o patrimônio do distribuidor | Todas | Parte Geral |
| Inciso IV do art. 40 | O regulamento do fundo pode estabelecer prazo de carência para resgate, com ou sem rendimento | Classes e subclasses de cotas abertas | Parte Geral |
| Inciso IV do art. 101 | É vedado aos prestadores de serviços essenciais, em suas respectivas esferas de atuação, entre outros atos mencionados pelos demais incisos do art. 101, garantir rendimento predeterminado aos cotistas | Todas | Parte Geral |
| <i>Caput</i> do art. 10 | Caso o número mínimo de cotas da classe fechada não seja subscrito no prazo de distribuição, os valores integralizados devem ser imediatamente restituídos aos subscritores, acrescidos proporcionalmente dos rendimentos auferidos pelas aplicações dos valores, líquidos de encargos e tributos | Classes e subclasses de cotas fechadas | Anexo II |
| Inciso II do art. 13 | A distribuição de cotas junto ao público em geral requer, além de outros requisitos estipulados pelos demais incisos do art. 13, que o regulamento estipule cronograma para amortização de cotas ou distribuição de rendimentos | Classes e subclasses de cotas fechadas e abertas seniores e subordinadas mezanino | Anexo II |

Tabela 5 – Regramento da informação aos cotistas e direitos dela decorrentes.

| ARTIGO | CONTEÚDO | CLASSE OU SUBCLASSE ATINGIDA | LOCALIZAÇÃO NA RESOLUÇÃO CVM N. 175/2022 |
|--------|----------|------------------------------|--|
|--------|----------|------------------------------|--|

| | | | |
|---------------------------------|---|--------------|--------------------|
| <p><i>Caput</i> do art. 12</p> | <p>As informações ou documentos para os quais a Resolução exija “encaminhamento”, “comunicação”, “acesso”, “envio”, “divulgação” ou “disponibilização” devem ser passíveis de acesso por meio eletrônico pelos cotistas e demais destinatários especificados nesta Resolução</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |
| <p><i>Caput</i> do art. 13</p> | <p>Caso o cotista não tenha comunicado ao administrador a atualização de seu endereço físico ou eletrônico, o administrador fica exonerado do dever de envio das informações e comunicações previstas na Resolução CVM n. 175/2022 ou no regulamento do fundo, a partir da primeira correspondência que houver sido devolvida por incorreção no endereço declarado</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |
| <p>Inciso VI do art. 36</p> | <p>Os distribuidores que estejam atuando por conta e ordem de clientes assumem todos os ônus e responsabilidades relacionadas aos clientes que caberiam originalmente ao administrador, em especial no que se refere à: comunicação aos cotistas efetivos sobre a convocação de assembleias de cotistas e sobre suas deliberações, de acordo com as instruções e informações que, com antecedência suficiente e tempestivamente, receberem dos administradores; ao zelo para que o cotista efetivo tenha pleno acesso a todos os documentos e informações previstos na Resolução, em igualdade de condições com os demais cotistas da classe objeto da aplicação;</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |
| <p>Incisos I e I do art. 47</p> | <p>A divulgação de informações sobre a classe de cotas deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas da classe, inclusive, mas não limitadamente, por meio da disponibilização dos seguintes documentos e informações nos canais eletrônicos e nas páginas na rede mundial de computadores do administrador, do gestor, do distribuidor, enquanto a distribuição estiver em curso, e da entidade administradora do mercado organizado em que as cotas sejam admitidas à negociação: regulamento atualizado e descrição da tributação aplicável ao fundo</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |
| <p>§§ 1º a 3º do art. 47</p> | <p>As informações referidas no art. acima devem ser: suficientes, verdadeiras, precisas, consistentes e atuais, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito do investimento; escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa; e úteis à avaliação do investimento. As informações referidas no <i>caput</i> não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor. Informações factuais devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes e ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |

| | | | |
|---------------------------|---|-------|-------------|
| Caput do art. 58 | No caso de divulgação de informações em material de divulgação do fundo que tenham por base análise comparativa com outras classes ou subclasses de cotas, devem ser informados simultaneamente as datas, os períodos, a fonte das informações utilizadas, os critérios de comparação adotados e eventuais outros elementos que o prestador de serviços essenciais considere relevantes para possibilitar uma adequada avaliação dos dados comparativos divulgados | Todas | Parte Geral |
| Incisos I e II do art. 59 | Sempre que o material de divulgação do fundo, ou classe, apresentar informações referentes à rentabilidade ocorrida em períodos anteriores, deve ser incluída advertência, com destaque, de que: a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros; e os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador, pelo gestor, por qualquer mecanismo de seguro ou pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 61 | As informações periódicas e eventuais do fundo devem ser divulgadas na página do fundo, do administrador ou do gestor, conforme previsto no regulamento, na rede mundial de computadores, em lugar de destaque e disponível para acesso gratuito do público em geral, assim como mantidas disponíveis para os cotistas | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 62 | A Superintendência competente pode determinar que as informações periódicas e eventuais e aquelas relativas à distribuição de cotas sejam apresentadas por meio eletrônico ou da página da CVM na rede mundial de computadores, de acordo com a estrutura de banco de dados e programas especificados pela Superintendência | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 63 | Caso sejam divulgadas a terceiros informações referentes à composição da carteira, a mesma informação deve ser colocada à disposição dos cotistas na mesma periodicidade, ressalvadas as hipóteses de divulgação de informações aos prestadores de serviços, necessárias para a execução de suas atividades, bem como aos órgãos reguladores, entidades autorreguladoras e entidades de classe, quanto aos seus associados, no atendimento a solicitações legais, regulamentares e estatutárias por eles formuladas | Todas | Parte Geral |
| § 1º e caput do art. 72 | A convocação da assembleia de cotistas deve ser encaminhada a cada cotista da classe convocada e disponibilizada nas páginas do administrador, gestor e, caso a distribuição de cotas esteja em andamento, dos distribuidores na rede mundial de computadores. A convocação da assembleia de cotistas deve enumerar, expressamente, na ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas, não se | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|-----------------------------|--|-------|-------------|
| | admitindo que sob a rubrica de assuntos gerais haja matérias que dependam de deliberação da assembleia | | |
| §§ 2º e 3º do art. 72 | Caso seja admitida a participação do cotista em assembleia por meio de sistema eletrônico, a convocação deve conter informações detalhando as regras e os procedimentos para viabilizar a participação e votação a distância, incluindo as informações necessárias e suficientes para acesso e utilização do sistema, assim como se a assembleia será realizada parcial ou exclusivamente de modo eletrônico. As informações requeridas na convocação podem ser divulgadas de forma resumida, com indicação dos endereços na rede mundial de computadores onde a informação completa deve estar disponível a todos os investidores | Todas | Parte Geral |
| § 4º do art. 72 | A convocação da assembleia de cotistas deve ser feita com 10 (dez) dias de antecedência, no mínimo, da data de sua realização, sem prejuízo de regras específicas, aplicáveis ao fundo em função de sua categoria | Todas | Parte Geral |
| § 5º do art. 72 | Da convocação devem constar, obrigatoriamente, dia, hora e local em que será realizada a assembleia de cotistas, sem prejuízo da possibilidade de a assembleia ser parcial ou exclusivamente eletrônica | Todas | Parte Geral |
| § 6º do art. 72 | O aviso de convocação deve indicar a página na rede mundial de computadores em que o cotista pode acessar os documentos pertinentes à proposta a ser submetida à apreciação da assembleia | Todas | Parte Geral |
| Incisos IV a VI do art. 104 | Incluem-se entre as obrigações do administrador, além de outras previstas nos demais incisos do art. 104: elaborar e divulgar as informações periódicas e eventuais da classe de cotas; manter atualizada junto à CVM a lista de todos os prestadores de serviços contratados pelo fundo, inclusive os prestadores de serviços essenciais, bem como as demais informações cadastrais do fundo e suas classes de cotas; manter serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações, conforme definido no regulamento | Todas | Parte Geral |
| Inciso II do art. 127 | No âmbito da liquidação da classe de cotas, o administrador deve, dentre outras providências listadas pelos demais incisos do art. 127, fornecer informações relevantes sobre a liquidação a todos os cotistas pertencentes à classe em liquidação, de maneira simultânea e tão logo tenha ciência das informações, devendo providenciar atualizações conforme as circunstâncias se modificarem | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 130 | Todos os documentos e informações exigidas pela Resolução, assim como as comunicações ocorridas entre os cotistas e o administrador quando da assembleia de cotistas, devem ser | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|--|--|--|-------------|
| | <p>mantidos pelo prestador de serviço responsável pelos documentos e informações, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos ou por prazo superior por determinação expressa da CVM ou da entidade administradora de mercado organizado no qual as cotas estejam admitidas à negociação</p> | | |
| § 3º do art. 27 | <p>As importâncias recebidas na integralização de cotas durante o processo de distribuição de cotas de classe fechada devem ser depositadas em instituição integrante do Sistema de Pagamentos Brasileiro SPB ou aplicadas em valores mobiliários ou outros ativos financeiros compatíveis com as características da classe. O regulamento deve prever que tipos de investimentos podem ser realizados para a finalidade prevista acima, e, em caso de possibilidade de aplicação em renda variável e derivativos, o material de distribuição deve dar destaque a essa informação para ciência dos investidores</p> | Classes e subclasses de cotas fechadas | Parte Geral |
| Incisos I a V do art. 56 | <p>Toda informação divulgada, por qualquer meio, na qual seja incluída referência à rentabilidade de cotas, deve obrigatoriamente mencionar: a data do início do funcionamento da classe divulgada; a rentabilidade mensal e a rentabilidade acumulada nos últimos 12 (doze) meses; o valor do patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 (doze) meses ou desde a sua constituição, se mais recente; as taxas de administração, de gestão e máxima de distribuição; o público-alvo da classe ou subclasse de cotas que estiver sendo divulgada, assim como as restrições quanto à captação, se houver, ressaltando eventual impossibilidade, permanente ou temporária, de acesso por parte do público em geral</p> | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 64 | <p>O administrador é obrigado a divulgar qualquer fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo, da classe ou aos ativos integrantes da carteira, assim que dele tiver conhecimento, observado que é responsabilidade dos demais prestadores de serviços informar imediatamente ao administrador sobre os fatos relevantes de que venham a ter conhecimento</p> | Todas | Parte Geral |
| Incisos I, III e IV do § 2º do art. 64 | <p>Qualquer fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo, da classe ou aos ativos da carteira deve ser, dentre outras providências listadas pelos demais incisos do § 2º do art. 64: comunicado a todos os cotistas da classe afetada; divulgado por meio da página da CVM na rede mundial de computadores; mantido nas páginas dos prestadores de serviços essenciais e, ao menos enquanto a distribuição estiver em curso, do distribuidor de cotas na rede mundial de computadores</p> | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|------------------------------------|---|-------|-------------|
| Parágrafo único do art. 65 | Os fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se o gestor e o administrador, em conjunto, entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo do fundo, da classe de cotas ou dos cotistas. Entretanto, o administrador fica obrigado a divulgar imediatamente fato relevante na hipótese de a informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada de cotas | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 31 | O administrador deve informar a data da primeira integralização de cada classe de cotas, por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores, no prazo de 5 (cinco) dias úteis. | Todas | Parte Geral |
| Incisos I e II do art. 60 | O material de divulgação que contiver menção a fatores ambientais, sociais ou de governança deve informar, de modo objetivo, se o fundo ou a classe: possui uma política de investimentos que busca originar benefício socioambiental ou; integra os fatores socioambientais à política de investimentos, sem, contudo, buscar a originação de benefício socioambiental | Todas | Parte Geral |
| § 3º do art. 96 | Os membros dos conselhos ou comitês devem informar ao administrador, e este aos cotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com a classe de cotas | Todas | Parte Geral |
| §§ 1º e 2º do art. 56 | Caso o gestor contrate os serviços de empresa de classificação de risco, todo o material de divulgação deve apresentar o grau mais recente conferido à classe ou subclasse de cotas a que se referir o material, bem como a indicação de como obter maiores informações sobre a avaliação efetuada. Caso ocorra mudança significativa na política de investimentos, o material pode divulgar, adicional e separadamente à divulgação referida anteriormente, a rentabilidade relativa ao período posterior à mudança, informando as razões dessa dupla divulgação | Todas | Parte Geral |
| Caput e parágrafo único do art. 57 | A divulgação de rentabilidade de cotas em qualquer material de divulgação deve ser acompanhada de comparação, no mesmo período, com índice de mercado compatível com a política de investimento, se houver. A comparação prevista é facultativa caso a classe seja exclusivamente destinada a investidores profissionais | Todas | Parte Geral |
| Incisos I e II e § 1º do art. 125 | Tão logo tenha ciência da declaração judicial de insolvência de classe de cotas, o administrador deve adotar as seguintes medidas: divulgar fato relevante e efetuar o cancelamento do registro de funcionamento da classe na CVM. Caso o administrador não faça o cancelamento de modo tempestivo, a Superintendência competente deve efetuar-lo, informando-o ao administrador e publicando | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|-----------------------------------|---|-------|-------------|
| | comunicado na página da CVM na rede mundial de computadores | | |
| § 1º do art. 44 | Caso seja declarado o fechamento do fundo ou classe para realização de resgates, conforme previsto na Resolução, o administrador deve proceder à imediata divulgação de fato relevante, tanto por ocasião do fechamento, quanto da reabertura da classe | Todas | Parte Geral |
| Incisos I a V do art. 54 | Qualquer material de divulgação do fundo deve: ser consistente com o regulamento; ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento; ser identificado como material de divulgação; mencionar a existência do regulamento, anexos e apêndices, conforme o caso, bem como os endereços na rede mundial de computadores nos quais os documentos podem ser obtidos; observar o disposto nos §§ 1º, 2º e 3º do art. 47 | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 68 | A elaboração e a divulgação das demonstrações contábeis devem observar as regras específicas editadas pela CVM, conforme a categoria do fundo de investimento | Todas | Parte Geral |
| § 2º do art. 86 | O regulamento pode prever que a gestão da carteira alcança a utilização de ativos na prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de retenção de risco. Caso a classe de cotas seja destinada ao público em geral, a retenção de risco referida deve ser previamente autorizada pela assembleia de cotistas e contar com alerta em destaque no material de divulgação | Todas | Parte Geral |
| § 1º do art. 98 | A classe de cotas que possa adquirir cotas de outros fundos de investimento deve estabelecer em seu regulamento que suas taxas de administração e gestão compreendem as taxas dos fundos investidos. Para efeitos do disposto acima, o regulamento pode estabelecer taxas máximas, compreendendo as taxas dos fundos investidos, e taxas mínimas, que não incluam as taxas dos fundos investidos, caso em que qualquer canal ou material de divulgação que efetue comparação de qualquer natureza entre classes de cotas, deve referir-se, na comparação, apenas às taxas máximas, permitida a referência, em nota, às taxas mínimas e às taxas efetivas em outros períodos | Todas | Parte Geral |
| Incisos I e II do § 4º do art. 47 | Caso as informações divulgadas ou quaisquer materiais de divulgação apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor em erro de avaliação, a Superintendência competente pode exigir: a cessação da divulgação da informação; e a veiculação, com igual destaque e pelo mesmo veículo utilizado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|------------------------------|---|-------|-------------|
| | informação está sendo republicada por determinação da CVM | | |
| § 2º do art. 122 | Caso anteriormente à convocação da assembleia para discutir o plano de resolução do patrimônio líquido negativo do fundo, o administrador verifique que deixou de estar negativo, o gestor e o administrador ficam dispensados de prosseguir com os procedimentos previstos na Resolução para tal, devendo o administrador divulgar novo fato relevante, no qual devem constar o patrimônio líquido atualizado e, ainda que resumidamente, as causas e circunstâncias que resultaram no patrimônio líquido negativo | Todas | Parte Geral |
| Parágrafo único do art. 10 | A disponibilização do regulamento na página da CVM na rede mundial de computadores é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros | Todas | Parte Geral |
| Inciso XV do § 2º do art. 48 | Os anexos descritivos de classes, cada qual relativo a uma classe em específico, devem dispor sobre, dentre outros requisitos previstos nos demais incisos do § 2º do art. 48, a forma de comunicação que deve ser utilizada pelo administrador | Todas | Parte Geral |
| § 2º do art. 119 | O pedido de reembolso de cotas de cotistas que dissentirem da deliberação da assembleia deve ser formulado em até 10 (dez) dias após a comunicação da deliberação aos cotistas, e o pagamento do valor do reembolso realizado no máximo 10 (dez) dias após a solicitação do cotista | Todas | Parte Geral |
| § 2º do art. 135 | Caso a assembleia de cotistas para deliberar sobre alterações nos regulamentos não se instale por insuficiência de quórum, após duas convocações, com intervalo mínimo de 10 (dez) dias úteis entre a primeira e a segunda convocação, o administrador pode alterar o regulamento, exclusivamente naquilo que for necessário para promover sua adaptação à Resolução, devendo comunicar as alterações aos cotistas no prazo de até 10 (dez) dias contados da adaptação | Todas | Parte Geral |
| §§ 1º e 2º do art. 52 | O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembleia de cotistas, sempre que tal alteração: decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a normas legais ou regulamentares, exigências expressas da CVM, de entidade administradora de mercados organizados em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação ou de entidade autorreguladora, nos termos da legislação aplicável e de convênio com a CVM; for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais de prestadores de serviços da classe, tais como alteração na razão social, endereço, página na rede mundial de computadores e telefone; ou envolver redução de taxa devida a prestador | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|--|---|---|----------|
| | de serviços. As duas primeiras alterações referidas acima devem ser comunicadas aos cotistas, no prazo de até 30 (trinta) dias, contado da data em que tiverem sido implementadas. A terceira e última alteração referida acima deve ser imediatamente comunicada aos cotistas | | |
| <i>Caput</i> do art. 6º c/c <i>caput</i> e § 1º do art. 18 c/c <i>caput</i> do art. 19 | Para fins de obtenção do registro de funcionamento de classe aberta que seja destinada ao público em geral, em acréscimo aos documentos e informações requeridos no art. 10 da parte geral da Resolução, o administrador deve encaminhar versão atualizada da lâmina de informações. A lâmina deve ser elaborada conforme modelos dispostos nos Suplemento E ou F, conforme o caso, no caso de classe de investimento em cotas. É facultado ao administrador formatar a lâmina livremente desde que: a ordem das informações seja mantida; o conteúdo do Suplemento E ou F, conforme o caso, não seja modificado; os logotipos e formatação não dificultem o entendimento das informações; e quaisquer informações adicionais não dificultem o entendimento das informações exigidas. Em acréscimo aos materiais referidos nos incisos do <i>caput</i> do art. 47 da parte geral da Resolução, a divulgação de informações dos FIDC deve contemplar a disponibilização da lâmina atualizada, se aplicável | Classes e subclasses de cotas fechadas e abertas seniores e subordinadas mezanino | Anexo II |
| Parágrafo único do art. 12 | Em acréscimo às informações contidas no <i>caput</i> do art. 29 da parte geral da Resolução, quando de seu ingresso na classe de cotas, o cotista deve atestar, no termo de adesão e ciência de risco, que teve acesso ao inteiro teor da lâmina, se aplicável. Caso a classe seja destinada ao público em geral e sua política de investimentos admita a aquisição de precatórios federais, o cotista deve atestar, ainda, que teve acesso a informações sobre os riscos específicos desse ativo | Classes e subclasses de cotas fechadas e abertas seniores e subordinadas mezanino | Anexo II |
| Incisos I a VII do art. 21 | A política de investimento disposta no regulamento deve conter, no mínimo, as seguintes informações: segmentos econômicos em que são originados e natureza dos direitos creditórios; processos de originação dos direitos creditórios e das políticas de concessão dos correspondentes créditos; critérios de elegibilidade dos direitos creditórios e, se for o caso, condições de cessação; requisitos de composição e diversificação da carteira de ativos, se houver, sem prejuízo dos limites estabelecidos no Anexo Normativo II; limites para: a) aplicação em direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultoria especializada e suas partes relacionadas, sem prejuízo do disposto no art. 13, inciso IV, do | Todas | Anexo II |

| | | | |
|---------------------------|--|--|----------|
| | Anexo Normativo II; b) aplicação em ativos financeiros de liquidez de emissão ou que envolvam retenção de risco por parte do administrador, gestor e suas partes relacionadas; c) inexistindo contraparte central, operações com derivativos que tenham como contraparte o gestor ou suas partes relacionadas; hipóteses de revolvência dos direitos creditórios, se for o caso; e regras, procedimentos e limites para efetuar cessão de direitos creditórios para o cedente e suas partes relacionadas. | | |
| Art. 24 | Caso o material de divulgação inclua informação sobre a rentabilidade da classe de cotas, em acréscimo às informações contidas no art. 56 da parte geral da Resolução, deve ser informada a taxa de performance, se houver, conforme expressa no regulamento vigente nos últimos 12 (doze) meses ou desde sua constituição, se mais recente. | Todas | Anexo II |
| Incisos I e II do art. 27 | O administrador é responsável por, dentre outros atos mencionados pelos demais incisos do art. 27: calcular e divulgar o valor da cota e do patrimônio líquido das classes e subclasses abertas, em periodicidade compatível com o prazo entre o pedido de resgate e seu pagamento, conforme previsto em regulamento; disponibilizar aos cotistas das classes destinadas ao público em geral, mensalmente, extrato de conta contendo os dados previstos nas alíneas “a” a “f” do inciso II do art. 27 | Todas (inciso I) e Classes e subclasses de cotas fechadas e abertas seniores e subordinadas mezanino (inciso II) | Anexo II |
| § 2º do art. 36 | As regras e procedimentos aplicáveis à verificação de lastro por amostragem a que se refere o § 1º devem ser disponibilizados e mantidos atualizados pelo administrador na mesma página eletrônica onde estejam disponibilizadas as informações periódicas e eventuais da classe de cotas | Todas | Anexo II |
| Inciso IV do art. 31 | Em acréscimo às obrigações previstas na parte geral da Resolução e no Anexo Normativo II, o administrador é responsável pelas seguintes atividades, além das previstas nos demais incisos do art. 31: no que se refere às classes que adquiram os precatórios federais previstos no inciso II do parágrafo único do art. 2º do Anexo Normativo II, monitorar e informar, imediatamente, via comunicado ao mercado ou fato relevante, a depender da relevância, sobre quaisquer eventos de reavaliação do ativo | Todas | Anexo II |
| Incisos I a IV do art. 23 | Qualquer material de divulgação deve: ser consistente com o regulamento e a lâmina, se aplicável; ser apresentado em conjunto com a lâmina, se aplicável; mencionar a existência da lâmina, se for o caso, bem como os endereços na rede mundial de computadores nos quais pode ser obtida; conter as informações do item 11 da lâmina, se esta não for obrigatória | Todas | Anexo II |

| | | | |
|-------------------------|---|---|--|
| <i>Caput</i> do art. 25 | Caso a classe seja destinada ao público em geral e sua política de investimentos admita a aquisição de precatórios federais, o material de divulgação deve destacar os riscos específicos do investimento nesse tipo de ativo | Classes e subclasses de cotas fechadas e abertas seniores e subordinadas mezanino | |
|-------------------------|---|---|--|

Tabela 6 – Regramento da liquidação e direitos dela decorrentes.

| ARTIGO | CONTEÚDO | CLASSE OU SUBCLASSE ATINGIDA | LOCALIZAÇÃO NA RESOLUÇÃO CVM N. 175/2022 |
|------------------------------------|---|------------------------------|--|
| <i>Caput</i> do art. 126 | Na hipótese de liquidação da classe de cotas por deliberação da assembleia de cotistas, o administrador deve promover a divisão de seu patrimônio entre os cotistas, na proporção de suas cotas, no prazo eventualmente definido na assembleia de cotistas | Todas | Parte Geral |
| Incisos I e II do § 1º do art. 126 | A assembleia de cotistas deve deliberar no mínimo sobre: o plano de liquidação elaborado pelos prestadores de serviços essenciais, em conjunto, de acordo com os procedimentos previstos no regulamento; e o tratamento a ser conferido aos direitos e obrigações dos cotistas que não puderam ser contatados quando da convocação da assembleia | Todas | Parte Geral |
| § 2º do art. 126 | Do plano de liquidação deve constar uma estimativa acerca da forma de pagamento dos valores devidos aos cotistas, se for o caso, e de um cronograma de pagamentos | Todas | Parte Geral |
| §§ 3º e 4º do art. 126 | O auditor independente deve emitir parecer sobre a demonstração da movimentação do patrimônio líquido, compreendendo o período entre a data das últimas demonstrações contábeis auditadas e a data da efetiva liquidação, manifestando-se sobre as movimentações ocorridas no período. Deve constar das notas explicativas às demonstrações contábeis, análise quanto a terem os valores dos resgates sido ou não efetuados em condições equitativas e de acordo com a regulamentação pertinente, bem como quanto à existência ou não de débitos, créditos, ativos ou passivos não contabilizados | Todas | Parte Geral |
| Incisos I e II do § 5º do art. 126 | Caso a carteira de ativos possua provento a receber, é admitida, durante o prazo previsto no <i>caput</i> deste artigo, a critério do gestor: a transferência dos proventos aos cotistas, observada a participação de cada cotista na classe; ou a negociação dos proventos pelo valor de mercado. | Todas | Parte Geral |
| § 6º do art. 126 | O administrador deve enviar cópia da ata da assembleia e do plano de liquidação de que trata o § 2º do art. 126 à CVM, no prazo máximo de 7 (sete) dias úteis contado da realização da assembleia | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|--------------------------------|--|-------|-------------|
| Incisos I a IV do art. 127 | <p>Na liquidação da classe de cotas, o administrador deve: suspender novas subscrições de cotas e, nas classes abertas, os pedidos de resgate, salvo se deliberado em contrário pela unanimidade dos cotistas presentes à assembleia de que trata o § 1º do art. 126; fornecer informações relevantes sobre a liquidação a todos os cotistas pertencentes à classe em liquidação, de maneira simultânea e tão logo tenha ciência das informações, devendo providenciar atualizações conforme as circunstâncias se modifiquem; verificar se a precificação e a liquidez da carteira de ativos asseguram um tratamento isonômico na distribuição dos resultados da liquidação aos cotistas, ainda que os resultados não sejam distribuídos em uma única ocasião ou que a cada distribuição de resultados sejam contemplados diferentes cotistas; e planejar os procedimentos necessários para executar a liquidação da classe com prazo de duração determinado, dentro de um período adequado à data prevista para o encerramento da classe.</p> | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 129 | <p>Após pagamento aos cotistas do valor total de suas cotas, por meio de amortização ou resgate, o administrador deve efetuar o cancelamento do registro de funcionamento da classe, por meio do encaminhamento à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias, da ata da assembleia de cotistas que tenha deliberado a liquidação, se for o caso, e do termo de encerramento firmado pelo administrador, decorrente do resgate ou amortização total de cotas</p> | Todas | Parte Geral |
| Caput e §§ 1º e 2º do art. 133 | <p>Em caso de decretação de intervenção, administração especial temporária, liquidação extrajudicial, insolvência ou falência de prestador de serviço essencial, o liquidante, o administrador temporário ou o interventor, conforme o caso, fica obrigado a dar cumprimento ao disposto nesta Resolução. É facultado ao liquidante, administrador temporário ou interventor, conforme o caso, convocar assembleia geral de cotistas para deliberar sobre: a transferência da administração ou gestão do fundo para outra instituição; ou a liquidação do fundo. A partir de pedido fundamentado do liquidante, administrador temporário ou interventor, conforme o caso, a Superintendência competente pode nomear um administrador ou gestor temporário</p> | Todas | Parte Geral |
| § 3º do art. 8º | <p>Após 90 (noventa) dias do início de atividades, a classe de cotas que mantiver, a qualquer tempo, patrimônio líquido diário inferior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) pelo período de 90 (noventa) dias consecutivos deve ser imediatamente liquidada ou incorporada a outra classe de cotas pelo</p> | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|--|--|--------------|--------------------|
| | <p>administrador. A Superintendência competente pode dispensar a liquidação ou incorporação da classe de cotas desde que: a dispensa seja objeto de pedido circunstanciado de prestador de serviço essencial; a dispensa seja aprovada pela maioria simples dos cotistas presentes em assembleia; ocorra comprovação de situação excepcional que impeça a liquidação de todos os ativos remanescentes na carteira relativa à classe em questão; e as cotas da classe não sejam mais ofertadas publicamente</p> | | |
| <p>Incisos I a IV do § 3º do art. 44</p> | <p>Caso a classe permaneça fechada para resgates por período superior a 5 (cinco) dias úteis, o administrador deve convocar no prazo máximo de 1 (um) dia, para realização em até 15 (quinze) dias, assembleia de cotistas da classe afetada, para deliberar sobre as seguintes possibilidades, que podem ser adotadas de modo isolado ou conjuntamente: reabertura ou manutenção do fechamento para resgate; cisão do fundo ou da classe; liquidação; e desde que de comum acordo com os cotistas que terão as cotas resgatadas, manifestada na assembleia ou fora dela, resgate de cotas em ativos da classe</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |
| <p>Incisos I a III do art. 91</p> | <p>Caso constate que o descumprimento dos limites de composição, diversificação de carteira e concentração de risco estendeu-se por período superior ao do prazo concedido ao fundo na regra específica de sua categoria, a Superintendência competente pode determinar ao administrador, sem prejuízo das penalidades cabíveis, a convocação de assembleia de cotistas para decidir sobre uma das seguintes alternativas: incorporação a outra classe de cotas; cisão total para fundo de investimento sob a gestão de outro gestor, não integrante do mesmo grupo econômico; ou liquidação</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |
| <p>§ 2º do art. 108</p> | <p>Caso o prestador de serviço essencial que renuncie ao seu encargo não seja substituído dentro do prazo de 180 dias, o fundo deve ser liquidado, nos termos do Capítulo XIV, devendo o gestor permanecer no exercício de suas funções até a conclusão da liquidação e o administrador até o cancelamento do registro do fundo na CVM</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |
| <p>§ 4º do art. 108</p> | <p>Caso o prestador de serviço essencial que foi descredenciado não seja substituído pela assembleia geral de cotistas, o fundo deve ser liquidado, nos termos do Capítulo XIV, devendo o gestor permanecer no exercício de suas funções até a conclusão da liquidação e o administrador até o cancelamento do registro do fundo na CVM</p> | <p>Todas</p> | <p>Parte Geral</p> |

| | | | |
|------------------------------------|--|--|-------------|
| § 4º do art. 122 | Na assembleia de discussão do plano de resolução do patrimônio líquido negativo, em caso de não aprovação, os cotistas devem deliberar sobre, dentre outros temas previstos nos demais incisos do § 4º do art. 122, a liquidação da classe que estiver com patrimônio líquido negativo, desde que não remanesçam obrigações a serem honradas pelo seu patrimônio | Todas | Parte Geral |
| Incisos I e II do art. 54 | Na liquidação de uma classe de cotas, desde que de modo integrado ao plano de liquidação, em acréscimo às dispensas concedidas no art. 128 da parte geral da Resolução, fica dispensado o cumprimento das regras listadas a seguir: elaboração e divulgação das informações de que tratam os incisos I e II do art. 27 do Anexo Normativo II; e envio das informações de que tratam os incisos III a V do art. 27 do Anexo Normativo II à CVM | Todas | Anexo II |
| Caput e parágrafo único do art. 55 | Caso os cotistas reunidos em assembleia deliberem pela não liquidação da classe de cotas em função de ocorrência de hipótese prevista no regulamento, é assegurada a amortização ou o resgate total das cotas seniores aos cotistas dissidentes que o solicitarem. Na hipótese prevista acima, os titulares de cotas subordinadas mezanino e subordinadas que sejam dissidentes podem amortizar ou resgatar suas cotas, desde que o índice de subordinação não seja comprometido | Todas (<i>caput</i>) e subclasses subordinadas mezanino e subordinadas abertas ou fechadas (parágrafo único) | Anexo II |

Tabela 7 – Direitos dos cotistas minoritários de FIDC.

| ARTIGO | CONTEÚDO | CLASSE OU SUBCLASSE ATINGIDA | LOCALIZAÇÃO NA RESOLUÇÃO CVM N. 175/2022 |
|-------------------------------|--|------------------------------|--|
| Caput e § 2º do art. 73 | Os prestadores de serviços essenciais, o cotista ou grupo de cotistas que detenha, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total de cotas emitidas, podem convocar, a qualquer tempo, assembleia de cotistas para deliberar sobre ordem do dia de interesse do fundo, da classe ou da comunhão de cotistas. A convocação e a realização da assembleia devem ser custeadas pelos requerentes, salvo se a assembleia assim convocada deliberar em contrário | Todas | Parte Geral |
| Caput do art. 108 | O cotista ou grupo de cotistas de qualquer classe de cotas abertas e fechadas que detenha no mínimo 5% do patrimônio líquido do fundo pode convocar imediatamente assembleia geral de cotistas para eleger um substituto, nos casos de descredenciamento ou renúncia do administrador | Todas | Parte Geral |
| Inciso II do § 1º do art. 119 | O cotista de classe fechada, independentemente de seu número de cotas, poderá pedir reembolso destas em caso de divergência da deliberação de assembleia | Todas | Parte Geral |

| | | | |
|---|---|---|----------|
| | quanto a incorporação, cisão, fusão ou transformação da classe | | |
| <i>Caput</i> e parágrafo único do art. 55 | Cotistas dissidentes de classe sênior aberta ou fechada podem resgatar suas cotas pelo valor das mesmas nos eventos de liquidação antecipada da classe, no caso de decisão assemblear pela sua não liquidação. Quanto aos titulares de cotas subordinadas mezanino e subordinadas, poderão fazê-lo desde que o índice de subordinação não seja comprometido | Cotistas de classe sênior aberta ou fechada (<i>caput</i>) e subordinada mezanino e subordinada (parágrafo único) | Anexo II |