

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 38

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2026

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestrado em Andamento, UERJ, Brasil) Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMEROS: Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, Université de Strasbourg, França), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Tatiana Alves (Doutora, UERJ, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil), Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil), Carolina Uzeda (Doutora, UFBA, Brasil) e Gisele Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 38 (janeiro/junho 2026)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

O CONFLITO DE INTERESSES AUTODECLARATÓRIO NA ASSEMBLEIA DE COTISTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO¹

THE SELF-DECLARED CONFLICT OF INTEREST IN INVESTMENT FUND SHAREHOLDERS' MEETINGS

*João Ricardo Tavares Oliveira**

Resumo: O artigo analisa o regime jurídico do conflito de interesses autodeclaratório nas assembleias de cotistas de fundos de investimento, introduzido pela Resolução CVM nº 175/2023. A partir de uma perspectiva comparada com o direito societário, o estudo discute a natureza formal do impedimento de voto, a obrigação de autodeclaração do cotista e o dever de lealdade como fundamentos ético-jurídicos dessa obrigação. Examina-se também o papel do administrador fiduciário como *gatekeeper* no controle e prevenção de abusos, especialmente diante de omissões do cotista conflitado. Conclui-se que o novo regime prioriza o controle ex ante dos conflitos, fortalecendo a autonomia dos cotistas e a integridade do processo deliberativo nos fundos de investimento, sem afastar a incidência da responsabilidade civil e da anulação de deliberações em caso de violação dos deveres de lealdade e autodeclaração.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Conflito de interesses. Autodeclaração de impedimento. Dever de lealdade. Administrador fiduciário. Resolução CVM nº 175/2023.

Abstract: The article analyzes the legal framework of self-declared conflicts of interest in investment fund shareholders' meetings,

¹ Artigo recebido em: 09.10.2025 e aceito em: 18.05.2026.

* Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. LL.M em Direito Empresarial pela FGV/Rio. Advogado, sócio do escritório Buril, Tavares e Holanda Advogados. E-mail: joao@bth.adv.br

introduced by CVM Resolution No. 175/2023. From a comparative corporate law perspective, it discusses the formal nature of voting restrictions, the investor's duty of self-declaration, and the fiduciary duty of loyalty as ethical and legal foundations of this mechanism. It also examines the role of the fiduciary administrator as a gatekeeper responsible for monitoring and preventing abuses, especially when investors fail to disclose conflicts. The study concludes that the new framework favors ex ante conflict control, reinforcing investor autonomy and the integrity of collective decision-making within investment funds, while maintaining civil liability and the annulment of resolutions in cases of breaches of loyalty or self-declaration duties.

Keywords: Investment funds. Conflict of interest. Self-declaration of impediment. Duty of loyalty. Fiduciary administrator. CVM Resolution No. 175/2023.

Sumário: Introdução. 1. O conflito de interesses dos cotistas de fundos de investimento e as novas feições trazidas pela resolução nº 175 da CVM. 2. Breves linhas sobre o conflito de interesses no exercício do direito de voto. 3. O exercício da autodeclaração: o impedimento absoluto e o conflito de interesses formal. 4. A obrigação da autodeclaração e o dever de lealdade. 5. O papel do administrador fiduciário diante do conflito de interesses auto declaratório. Conclusão.

Introdução.

No âmbito do Direito das Sociedades, o tema do conflito de interesses em assembleias de acionistas e a consequente vedação ao direito de voto é um velho conhecido da doutrina e da jurisprudência brasileira. Na Comissão de Valores Mobiliários, por exemplo, o assunto é protagonista de um dos debates mais antigos e controversos da autarquia, qual seja, se o conflito de interesses é formal ou material.

Dentro do contexto dos fundos de investimento, o desenvolvimento dessa indústria no Brasil – que se tornou, ressalte-se, uma das mais relevantes do mundo, tendo um patrimônio acumulado de mais de R\$ 10 trilhões² - naturalmente trouxe um aumento de controvérsias dentro desses veículos de investimento.

É bem verdade que, contrastando com o crescimento pujante nos últimos anos, o regime jurídico dos fundos de investimento no Brasil foi marcado, desde o surgimento, por uma série de indefinições. Como pontuado por Otávio Yazbek,³ “em alguma medida, tais indefinições são decorrência da forma pela qual se organizou, desde o seu início, a chamada indústria dos fundos de investimento: a partir de um arcabouço legal por demais vago e apoiada, em larga medida, em regulamentação estatal (até 2001, pelo Banco Central do Brasil e, a partir de então, pela Comissão de Valores Mobiliários).”

Além disso, a matéria do conflito de interesses é bastante comum dentro do mercado de valores mobiliários, especialmente dentro da realidade brasileira, onde, a despeito do expressivo crescimento nos últimos anos, ainda é caracterizado por um número baixo de ativos, investidores e prestadores de serviços, não sendo raro, inclusive, que muitos desempenhem mais de uma função.

Sendo assim, temas e debates bem sedimentados em outras áreas do direito não encontram as mesmas fundações quando importados para a realidade dos fundos de investimento. É exatamente esse o caso do conflito de interesses nas assembleias de cotistas, que, após a edição da Resolução CVM nº 175, ganhou novas feições – algumas delas inéditas no direito brasileiro - e, por consequência, novos problemas que demandam a construção teórica e dogmática necessária para a obtenção das respostas.

2 ANBIMA. *Boletim de Fundos de Investimento*. Julho de 2025.

3 YAZBEK, Otávio. A lei nº 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luís Felipe; VILLAS BÔAS CUEVA, Ricardo; FRAZÃO, Ana (coord.). *Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 551.

Apesar da abrangência que o tema “conflito de interesses” proporciona – principalmente dentro da realidade dos fundos de investimento, onde os debates são escassos – o presente trabalho tem por objetivo analisar apenas um dos aspectos que orbitam o assunto: o conflito de interesses auto declaratório pelo cotista em assembleia, inaugurado no ordenamento jurídico brasileiro pelo artigo 78, §2º da Resolução CVM nº 175.⁴

Dentro dos limites atribuídos ao tema deste artigo, iremos, em primeiro lugar, abordar as inovações trazidas pela Resolução CVM nº 175 para a matéria do conflito de interesses. Em seguida abordaremos a dinâmica procedimental do exercício da autodeclaração do impedimento de voto, bem como a natureza formal do conflito de interesses de cotistas dentro dos fundos de investimento. A partir da manifestação autodeclarada, será analisada a existência de um dever de lealdade do cotista de fundos de investimento, análogo ao encontrado no direito societário, bem como as eventuais sanções pelo descumprimento da obrigação de revelar o impedimento. Por fim, será investigado o papel do administrador fiduciário no conflito de interesses auto declaratório pelo cotista.

1. O conflito de interesses dos cotistas de fundos de investimento e as novas feições trazidas pela resolução nº 175 da CVM.

Os fundos de investimento no Brasil, muito embora sejam o principal instrumento de investimento coletivo disponibilizado no mercado, não são, de modo geral, objetos de uma lei específica⁵. Na verdade, a primeira lei se debruçou sobre a figura dos fundos de in-

4 Art. 78, § 2º da Resolução CVM nº 175 - 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.

5 A exceção ao cenário de escassez legislativa acerca dos fundos de investimento foi a promulgação da Lei 8.668/1993, que instituiu o regime dos Fundos de Investimentos Imobiliários, objetivando estimular a captação da poupança popular, bem como o setor da construção civil.

vestimento como regra geral – e de modo incipiente, ressalte-se – foi a Lei 13.874/2019 (Lei de Liberdade Econômica), que inseriu um capítulo próprio no Código Civil para tratar dos aludidos veículos coletivos de investimento.⁶

Apenas recentemente, em 2023, a Comissão de Valores Mobiliários, por meio da edição de sua Resolução nº 175, trouxe um regime abrangente de normas gerais aplicáveis a todos os fundos de investimento, sistematizando e consolidando, em um único diploma legal, as regras esparsas que versavam sobre esses veículos de investimento.

Foi a partir desse contexto que a regulamentação das assembleias dos cotistas e, em especial, a vedação ao exercício do voto em conflito de interesse pelo cotista foi incorporada ao ordenamento jurídico geral dos fundos de investimento. É importante destacar que, o estabelecimento de regras expressas sobre conflitos de interesse do cotista é uma inovação implementada pela Resolução nº 175, haja vista que as normas que a precederam não continham previsão similar.

O artigo 78, IV da Resolução nº 175 dispõe que “não podem votar nas assembleias de cotistas, o cotista que tenha interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse no que se refere à matéria em votação”. De imediato é possível identificar a forte influência que o artigo 115, §1º da Lei 6.404/76⁷ exerceu na redação da norma aplicá-

6 A Lei de Liberdade Econômica incorporou ao Código Civil uma espécie de regime geral dos fundos de investimento, trazendo, em apenas quatro artigos (Art. 1.368-C ao Art. 1.368-F) algumas inovações – como a criação da classe de cotas – como também algumas questões que trouxeram mais controvérsias – como o caso da natureza jurídica dos fundos e a responsabilidade dos prestadores de serviços.

7 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.

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia. (grifos nossos)

vel aos fundos, não obstante o fato de, ao contrário da legislação societária, a resolução da CVM não falar em benefício particular e, até mesmo, em voto abusivo.

A nova roupagem que a Resolução nº 175 deu ao impedimento de voto em conflito de interesses, quando comparado com o Direito Societário, é extraída da leitura do Art. 78, §1º, II e do Art. 78, §2º. O primeiro dispositivo legal prescreve que a vedação ao voto em conflito de interesses na assembleia de cotistas poderá ser afastada se “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.” O segundo, por sua vez, menciona que, previamente ao início das deliberações, cabe ao cotista conflitado declarar à mesa o seu impedimento para o exercício do direito de voto.

Sem entrar ainda no mérito das soluções normativas propostas pela CVM na referida Resolução, o fato é que ambos os artigos apontados revelam, até certo ponto, uma inovação no tratamento do conflito de interesses em assembleias de cotistas. Ocorre, todavia, que a ideia por trás da redação daqueles mandamentos legais foi gestada dentro do regime jurídicos aplicado aos fundos de investimentos imobiliários (“FIIs”) e aos fundos de investimento em participações (“FIPs”).

Os fundos de investimentos imobiliários - na contramão do cenário normativo aplicável aos fundos em geral, como já dito – foram instituídos por lei própria, a Lei 8.668 de 1993. Já nessa lei, o artigo 12, VII proibiu expressamente os administradores de FIIs “realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.”

No entanto, em 2008, a CVM – órgão regulador da matéria - após audiência pública,⁸ contemplou a possibilidade de operações

8 No Relatório da Audiência Pública SDM 01/08, a CVM se manifestou da seguinte forma: “A

entre o fundo e o administrador ou pessoas a ele ligadas serem avaliadas de maneira informada, pelos cotistas, e aprovadas previamente à sua execução.⁹

Essa solução encontrada pela Comissão de Valores Mobiliários foi uma resposta ao problema de engessamento que a vedação às operações em conflito de interesses pelos administradores promovia no mercado de fundos imobiliários. Foi observado que esse tipo de concentração na indústria imobiliária é muito comum e que a vedação pura e simples poderia gerar distorções impeditivas do desenvolvimento do setor, sendo assim, o centro decisório acerca de matérias evitadas de conflitos de interesses foi deslocado dos administradores e gestores para a assembleia de cotistas.¹⁰

A partir de então, as instruções normativas posteriores editadas pela CVM que tratavam dos fundos de investimento imobiliário, passaram a nomear as assembleias gerais de cotistas como os foros pertinentes para a análise, discussão e aprovação de eventuais operações entre administradores em conflito de interesses.

CVM entende que a Lei nº 8.668, de 1993, veda ao administrador do fundo realizar negócios em situação de conflito de interesses, mas não veda à assembleia de cotistas a análise e a aprovação de tais negócios. Desta forma, entende que o proposto pela Minuta é juridicamente compatível com o disposto na Lei nº 8.668, de 1993. No entanto, em função das manifestações de diversos participantes, muitos deles administradores de fundos imobiliários, embora não tenha vedado terminantemente os negócios em situação em que exista conflito de interesses entre administrador e fundo, tornou seu processo de aprovação mais rigoroso. A atual redação do art. 34, combinada com o art. 20, parágrafo único, da Instrução exige que tais atos sejam especificamente aprovados, em assembleia geral previamente à realização do negócio, por cotistas que representem, no mínimo, metade das cotas emitidas, e que os cotistas estejam informados a respeito da situação de conflito.” (Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0108.html. Acesso em: 09 dez. 2023).

9 DIAS, Luciana; TRANCOSO, Maria Clara. Panorama dos fundos de investimento imobiliário no Brasil. In: HANZMANN, Felipe (org.). *Atualidades em direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 260.

10 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses: o caso dos fundos de investimento imobiliário. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 504.

O mesmo recurso foi aplicado aos Fundos de Investimento em Participações. A Instrução CVM nº 578/2016, que trata dos FIPs, dentre as várias estratégias para lidar com os conflitos de interesses, exige que certas operações, em que a multiplicidade de interesses potencialmente antagônicos se coloca de modo mais acentuado, sejam submetidas à aprovação da assembleia de cotistas.¹¹

Considerando, portanto, a evolução do tratamento normativo que foi dado ao conflito de interesses nos FIIs e FIPs, é fácil enxergar que a opção adotada pela Resolução nº 175, foi no sentido de fixar como regra geral o que já se aplicava em situações específicas, por meio da adoção de uma sistemática na qual o cotista que estiver conflitado fica impedido de votar sobre a matéria em conflito, salvo se a assembleia permitir o voto do cotista conflitado.

A novidade, contudo, surge na figura dos personagens cuja norma é direcionada: os cotistas e a comunhão de cotistas. Como visto, o controle feito pelas assembleias de cotistas sobre os votos em conflito de interesses se davam exclusivamente em relação aos prestadores de serviços dos fundos de investimento.

Inovação ainda maior trazida pela nova resolução da CVM foi a criação do regime do conflito de interesses auto declaratório, onde compete ao próprio cotista a declaração de seu impedimento de voto em relação a uma determinada matéria submetida à apreciação da assembleia geral, sem prejuízo da apuração de sua responsabilidade em caso de descumprimento dessa regra.

O cenário do surgimento dessa regra do conflito de interesses auto declaratório também surge a partir de debates e propostas travados em audiência pública promovida pela CVM. No relatório da Audiência Pública SDM 07/14, cujo tema foi a alteração de alguns dispo-

11 Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:
XII - a aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e seu administrador ou gestor e entre o fundo e qualquer cotista, ou grupo de cotistas, que detenham mais de 10% das cotas subscritas;

sitivos acerca da divulgação de informações e governança dos Fundos de Investimento Imobiliário, a CVM se manifestou categoricamente atribuindo ao cotista o dever de declarar o próprio impedimento de voto quando estiver em conflito de interesses.¹²

O mesmo entendimento foi novamente reproduzido na Audiência Pública SDM 08/20¹³ – que precedeu a Resolução nº 175 – na qual, quando instada a se manifestar acerca da matéria do conflito de interesses dos cotistas, a CVM explicou que:

Em resposta ao conjunto de manifestações, a opção na regra geral foi no sentido de se fazer uma escolha pragmática, por meio da adoção de uma sistemática na qual o cotista que estiver conflitado fica impedido de votar sobre a matéria em conflito, observado que a assembleia é soberana para permitir o voto do cotista conflitado (art. 78, § 1º, II); e o conflito é auto declaratório, cabendo ao cotista declará-lo à Mesa da assembleia (art. 78, § 2º). Essa opção, alinhada a recente precedente julgado pelo Colegiado da CVM, tem em conta que, diversamente do que ocorre com as companhias, no que se refere aos fundos inexistem previsões legais expressas acerca do exercício abusivo do direito de voto e, ainda, de ressarcimento ao fundo das vantagens que um cotista auferir com seu voto em situação de conflito.

12 Como é possível observar do Relatório da Audiência Pública SDM 07/154: “*Ao analisar a proposta da Minuta para o art. 24, § 1º, VI, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a Rio Bravo apontou que não estaria claro se caberia ao próprio cotista declarar o seu impedimento de voto ou se caberia ao administrador e aos demais cotistas indicar o conflito de interesses.*” Em resposta ao apontamento suscitado, a CVM informou a posição adotada que acabou desaguando na criação da regra do conflito de interesses auto declaratório. (disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html. Acesso em: 10 dez. 2023).

13 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 10 dez. 2023.

Por fim, embora não façam parte do objeto deste trabalho, vale destacar também a previsão de mais uma regra para os conflitos de interesse dos cotistas, todavia, dentro das classes de cotas exclusivamente destinadas a investidores profissionais. Segundo o artigo 114 da Resolução CVM nº 175, o regulamento pode afastar, total ou parcialmente, as hipóteses de vedação ao direito a voto em assembleia de cotistas, conforme dispostas no art. 78.

Esse, portanto, o contexto das novas regras inseridas pela Resolução CVM nº 175 para tratar, de modo inédito, do conflito de interesses dentro das assembleias de cotistas de fundos de investimento de um modo geral.

2. Breves linhas sobre o conflito de interesses no exercício do direito de voto.

Antes de adentrar o exame da sistemática instituída pela Resolução CVM nº 175, convém revisitar, ainda que em breves linhas, os contornos gerais do conflito de interesses no exercício do direito de voto, tal como desenvolvidos no âmbito do direito societário, berço das construções teóricas que, inevitavelmente, informam a leitura das normas aplicáveis aos fundos de investimento.

O direito de voto é o instrumento por excelência da participação do acionista na formação da vontade social. Não se trata, contudo, de um direito absoluto ou de exercício inteiramente livre. O art. 115, *caput*, da Lei nº 6.404/76 prescreve que o acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia, reputando 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 os demais acionistas.

Em outras palavras, muito embora o voto seja atribuído ao acionista para a tutela de seus próprios interesses enquanto membro da organização, o seu exercício encontra justificação e limite no inte-

resse da companhia, vale dizer, o interesse comum dos sócios, *uti socii*.¹⁴ É justamente da tensão entre o interesse extrassocial do votante e o interesse da sociedade que emerge a figura do conflito de interesses: haverá conflito sempre que o sócio não puder perseguir o seu interesse pessoal na deliberação sem sacrificar o interesse social, revelando-se ambos inconciliáveis quanto à matéria posta em votação.

Para lidar com essas situações, o §1º do art. 115 da Lei nº 6.404/76 enumera as hipóteses em que o acionista não poderá votar: (i) nas deliberações relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; (ii) na aprovação de suas contas como administrador; (iii) nas deliberações que puderem beneficiá-lo de modo particular; e (iv) naquelas em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Quanto às duas primeiras hipóteses, a doutrina é uníssona: trata-se de impedimentos de voto propriamente ditos, verdadeiras proibições absolutas, objetivamente tipificadas pelo legislador, cuja verificação se dá *ex ante*, isto é, antes e independentemente da deliberação, sem qualquer investigação acerca do conteúdo do voto que seria proferido.¹⁵ A controvérsia, na verdade, reside na parte final do dispositivo, notadamente na trecho do “interesse conflitante com o da companhia”, em torno da qual gravita um dos debates mais longevos do direito societário brasileiro: a definição da natureza formal ou substancial do conflito de interesses.

Para a corrente formalista, a simples constatação objetiva da posição de duplicidade de interesses do acionista em relação à matéria em deliberação é suficiente para caracterizar o conflito e, por consequência, o impedimento de voto. A aferição é feita *a priori*, de modo que o acionista conflitado sequer poderá participar da votação,

14 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 62.

15 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 87.

sendo anulável o voto eventualmente proferido em violação à proibição, independentemente do exame do seu conteúdo ou da demonstração de dano à companhia. É a posição defendida, entre outros, por Modesto Carvalhosa.¹⁶

Já para a corrente substancialista, a cláusula do interesse conflitante não institui uma proibição prévia de voto, mas uma norma de aferição *a posteriori*. O acionista pode votar e o vício somente restará configurado se, mediante o exame concreto do conteúdo do voto e das circunstâncias da deliberação, verificar-se que o votante sacrificou o interesse social para privilegiar interesse extrassocial próprio.¹⁷ Nessa perspectiva, o conflito não se presume e a sanção opera *ex post*, por meio da anulação da deliberação e da responsabilização do acionista, nos termos do §4º do art. 115 da Lei nº 6.404/76. Filiam-se a essa corrente, dentre outros, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Nelson Eizirik, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira.¹⁸

Os argumentos de ambas as correntes são conhecidos. Os substancialistas sustentam que a vedação absoluta de voto atentaria contra a presunção de boa-fé e esvaziaria a possibilidade de a companhia contratar com seus acionistas em condições equitativas¹⁹,

16 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2014.

17 É exatamente isso que explica Nelson Eizirik. Segundo ele, “para que se possa cogitar do conflito de interesse substancial, é indispensável que se examine o mérito do voto ou do ato, para verificar-se, concretamente, se o interesse social está ou não sendo sacrificado. Assim, cabe a indagação relativamente ao mérito da incompatibilidade entre o exercício do voto e a matéria que é submetida à deliberação, daí decorrendo que sua análise é sempre realizada caso a caso.” (EIZIRIK, Nelson. *A lei das s/a comentada*. 2. ed. rev. ampl. - artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3: Artigos 138 a 205. p. 150-151).

18 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014; EIZIRIK, Nelson. *A lei das s/a comentada*. 2. ed. rev. ampl. - artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3: Artigos 138 a 205. ; e LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

19 É o que defende Erasmo Valladão ao afirmar que: “Fosse a intenção da lei estabelecer um controle *ex ante* desse tipo de conflito, não teria jamais admitido a possibilidade de realização

além de apontarem que o §4º do art. 115, ao prever a anulabilidade da deliberação tomada em decorrência do voto conflitante, pressupõe, logicamente, um voto já proferido. Os formalistas, por sua vez, respondem que a lei não contém palavras inúteis: se a caracterização do interesse conflitante dependesse do exame do mérito do voto, a hipótese do §1º se confundiria com o voto abusivo do *caput*, tornando-se letra morta.

A jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, oscilou historicamente entre as duas concepções: já adotou a tese formal no conhecido Caso TIM e Caso Tractebel, como também já se filiou à concepção substancial no Caso Previ/Telemar.²⁰

Como se verá adiante, embora esse debate inevitavelmente respingue nos fundos de investimento, ele não encontra o mesmo terreno fértil na disciplina da Resolução CVM nº 175, cuja técnica redacional — ao instituir o impedimento de voto do cotista conflitado, admitir o seu afastamento pela assembleia e atribuir ao próprio cotista o dever de declará-lo — aponta, de modo inequívoco, para o controle *ex ante* do conflito de interesses.

3. O exercício da autodeclaração: o impedimento absoluto e o conflito de interesses formal.

Na experiência da análise das questões jurídicas que orbitam

de um contrato entre o acionista controlador e a companhia, no qual aquele determina a vontade desta.” (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p.102).

20 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Inquérito Administrativo nº TA/RJ2001/4977 (Caso TIM). Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Julgado em: 19 dez. 2001; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº RJ2002/1153 (Caso Previ/Telemar). Julgado em: 6 nov. 2002; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº RJ2009/13179 (Caso Tractebel). Relator: Diretor Alexsandro Broedel Lopes. Julgado em: 9 set. 2010.

os fundos de investimento, muitos dos debates travados, de ordem teórica e prática, desaguam na natureza jurídica dos fundos de investimento. Isso se dá, principalmente, como uma forma de colocar esses veículos coletivos de investimento dentro de uma caixa onde as soluções jurídicas já estão bem desenvolvidas e são passíveis de aplicação de modo pacífico.

Não são raras as vezes em que vários institutos são trazidos à tona para tentar, por analogia, resolver questões controvertidas que surgem nos fundos de investimento, principalmente em decorrência da semelhança que diversos aspectos da realidade dos fundos encontram com outros institutos, como por exemplo, com as sociedades empresárias.

Este artigo não pretende abraçar o árduo caminho que é tentar definir qual a natureza jurídica dos fundos de investimento, longe disso, mas não se pode fugir do fato de que, para o escopo específico deste artigo, as discussões doutrinárias e jurisprudenciais havidas no âmbito das sociedades por ações são salutares.

Não há como negar que os fundos de investimento e as companhias abertas apresentam características semelhantes para fins da análise do conflito de interesses: ambas privilegiam o princípio majoritário e o direito de voto; reconhecem a existência de um interesse social – apesar de não o definir; tutelam a higidez do mercado de capitais, entre outros. A própria Comissão de Valores Mobiliários, no Relatório da Audiência Pública que deu origem à Resolução CVM nº 175, traçou um paralelo entre o conflito de interesses previsto na Lei das S.A. e aquele definido para os fundos de investimento.²¹

Não obstante isso, apesar das semelhanças, a Resolução CVM nº 175, ao construir o conjunto de normas aplicáveis aos cotistas nas hipóteses de impedimentos de votos, trouxe uma abordagem mais

21 MATTOS, Ivan Iegoroff de. *Conflito de interesses do cotista em fundos de investimento no mercado de capitais*. Dissertação (Mestrado em Direito Político e Econômico), Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2023.

simples, objetiva e que afasta da realidade dos fundos de investimento grandes discussões que são travadas dentro do seio das sociedades por ações.

Como já apresentado anteriormente, a Resolução nº 175 dispõe que não pode votar nas assembleias o cotista que tenha interesse conflitante com o do fundo, da classe ou da subclasse no que se refere à matéria em votação. Outrossim, determina que o cotista que possua interesse conflitante com o do fundo, previamente ao início das deliberações, deverá declarar à mesa seu impedimento para o exercício do direito de voto. Feita a declaração do cotista conflitado, a possibilidade do afastamento do impedimento de voto será levada à assembleia e, se houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas do fundo, da mesma classe ou subclasse, não será aplicada a vedação ao direito de voto do cotista em conflito de interesses.

Percebe-se que o regulador claramente instituiu uma regra de impedimento de voto em caráter precaucional, independente da análise do mérito da matéria posta sob deliberação. O impedimento de voto surge da necessidade de afastar da assembleia aqueles com interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiar tais interesses em detrimento dos do fundo.²²⁻²³

Isso é evidenciado principalmente em razão da dinâmica dada ao conflito de interesses auto declaratório, pois, após o exercí-

22 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 508.

23 Otávio Yazbek e Anelise Paschoal Garcia Duarte explicam ainda que “*Por interesse do fundo, em contraposição ao interesse individual do cotista conflitado, deve-se entender o interesse da coletividade dos cotistas como tais, que, por sua vez, corresponde à expectativa de obter ganhos mediante o atingimento da política de investimentos do veículo. Em outras palavras, ainda que cada cotista, isoladamente considerado, tenha interesses individuais variados, dentro e fora do fundo, o interesse geral dos cotistas deve ser o de maximizar os resultados do veículo a serem repartidos*”. (YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 508-509).

cio da revelação do impedimento pelo cotista, caberá somente à assembleia fazer o controle quanto à contabilização ou não desse voto para fins de deliberação social.

É natural que, os debates acerca do conflito de interesse formal e substancial, por serem constantemente travados nas sociedades por ações, acabem respingando dentro dos fundos de investimento. Todavia, definitivamente não existe um conjunto de normas que permita o surgimento de dúvidas de que a verificação do conflito ocorre *ex ante*, sendo, portanto, um conflito de natureza formal.

Apenas da leitura do art. 78 e seus incisos da Resolução nº 175, é possível extrair a interpretação literal e restritiva quanto o impedimento de voto, um caso típico de *divieto di voto*.²⁴ Nesse exato sentido, Fábio Augusto Tizziani Cepeda²⁵ explica que, ao observar o referido dispositivo:

Fica evidente a intenção do regulador em impedir que determinados cotistas votem nas assembleias, qual seja, evitar que sejam computados votos de cotistas que possuam conflito de interesses com o fundo, classe ou subclasse, conforme o caso. Referida preocupação do regulador é necessária e busca coibir situações que possam gerar nulidades das decisões tomadas em assembleias. Nos parece, no entanto, apontar apenas para o que alguns autores costumam intitular

24 Como explica o Prof. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França “no caso de divieto di voto, o legislador, baseado em precisas circunstâncias formais, interdita o exercício do voto, determinando, em consequência da violação da proibição, a anulabilidade da deliberação tomada com o seu concurso, independentemente do exame de seu conteúdo.” (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses nas assembleias de s.a. (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 86).

25 CEPEDA, Fábio Augusto Tizziani. Assembleias de cotistas de fundos de investimento. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 126-127.

como critérios de análise meramente formal dos conflitos de interesse é suficiente para que ele seja impedido de votar, independentemente da matéria, do mérito da decisão ou das reais condições e circunstâncias em que ela foi tomada.

A lógica é muito simples, sempre que o conflito de interesses esteja presente e seja declarado pelo cotista conflitado, realoca-se o poder de decisão – tanto quanto ao afastamento do impedimento do voto, quanto da deliberação em si – para a maioria dos cotistas desinteressados, no pressuposto de que estes estariam em melhor posição, quando comparado com o conflitado, para decidir essas questões específicas.²⁶

Em sentido oposto ao reconhecimento do conflito de interesses dos cotistas como formal, todavia, Mário Tavernard Martins de Carvalho²⁷ defende a necessidade da análise concreta do teor do voto proferido para avaliar se houve o não o cometimento de abusos. Nas palavras do autor:

Admitir que um potencial, abstrato e genérico conflito impeça o exercício do direito de voto contraria princípios basilares do ordenamento jurídico em vigor, especialmente porque não se presume má-fé. A análise das especificidades do caso concreto e do teor do voto proferido são imprescindíveis para apurar se houve ou não o cometimento de abusos.

Aliás, um dos principais argumentos que sustentam a teoria do conflito de interesses substancial é de que apenas posteriormente se

26 BORBA, Gustavo Tavares. *Conflito de interesses no ambiente societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 96.

27 CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Conflito de interesses nos fundos de investimento: aspectos práticos e jurídicos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*, v. V. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 410.

deveria verificar se houve dano ao fundo ou se o cotista que votou obteve benefício em detrimento da coletividade. Contudo, a partir do momento em que a assembleia de cotistas autoriza o exercício de voto em conflito de interesses, caso haja eventual dano, esse prejuízo terá de ser absorvido pelo fundo e seus cotistas, pois autorizou e assumiu o risco da ocorrência desse dano.

Na verdade, após a declaração do impedimento de voto, a assembleia que autoriza ou não o exercício desse voto mesmo assim, funciona, dadas as devidas proporções, semelhante à aprovação sem reserva das demonstrações financeiras e das contas dos administradores das sociedades por ações, visto que exonera a responsabilidade destes, salvo nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação.²⁸ Também por isso, para viabilizar a proteção dos demais cotistas do fundo, que resolve-se a questão do conflito de interesse de maneira prévia e objetiva.

Da forma como foi concebida, a Resolução nº 175 – que não é isenta de críticas, ressalte-se – permite, inclusive, que o impedimento de voto do cotista conflitado seja afastado de maneira prévia, fora da assembleia.²⁹ Esse mecanismo garante que uma quantidade maior de cotistas possam se manifestar no sentido de permitir ou não o voto feito em conflito de interesses, o que evita, no futuro, eventuais pedidos de anulação de deliberação social. Não apenas isso, traz uma maior economia e celeridade na resolução dos assuntos que dependam de deliberação dos cotistas, vez que a instalação de uma assem-

28 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.

§ 3º A aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286).

29 Art. 78, §1º, II da Resolução CVM nº 175. Não se aplica a vedação prevista no caput quando: 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*. (grifos nossos).

bleia no Brasil possui um custo elevado e, por muitas vezes, é inviável.

Não obstante isso, é preciso atentar para casos em que diversos membros de um mesmo bloco de cotistas impedidos, vinculados ou não por acordo formal ou relações societárias ou familiares, concedam-se, alternada e reciprocamente, a autorização para o voto em conflito de interesses. Como bem sustentado por Daniel Vio e Thaís Lima,³⁰ “parece razoável sustentar que a apreciação da aquiescência deve ocorrer em votação única – e não em diversas votações sucessivas, para cada cotista impedido – e, ademais, que a *a maioria dos demais cotistas* capaz de aprová-la seja apurada apenas entre os investidores que não estejam sujeitos a impedimentos da mesma natureza.”

Nesse contexto, as eventuais sanções surgem a partir da violação do dever de declarar o impedimento de voto – assim como a extensão da declaração –, e não do exercício do voto em conflito de interesses, haja vista que, quando e se exercido, teve o aval dos demais cotistas, que, por uma questão de *venire contra factum proprium*, não poderão pleitear o ressarcimento dos prejuízos eventualmente suportados.

Passemos, então, a analisar o dever geral dos cotistas que baliza o exercício da declaração de impedimento de voto, bem como quais as respectivas sanções aplicáveis no caso de violação.

4. A obrigação da autodeclaração e o dever de lealdade.

A lealdade, num âmbito geral, reflete a ideia de agir de modo honrado, com retidão e honestidade. É uma característica daquele

30 VIO, Daniel de Avila; LIMA, Thaís Vieira. Apontamentos sobre impedimento de voto em assembleias de cotistas e o papel da mesa diretora e dos prestadores de serviços essenciais. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; GONZALEZ, Gustavo Machado; YAZBEK, Otávio (coord.). *Contencioso dos fundos de investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024. p. 266.

que atua “de acordo com uma bitola correta e previsível”.³¹ Da lealdade surge uma relação de confiança, que, por sua vez, como ensina António Menezes de Cordeiro, decompõe-se em dois elementos: a previsibilidade da conduta e a sua correção.³²

A importância da lealdade como princípio ético está na influência exercida sobre o comportamento humano, incidindo, consequentemente, nas relações intersubjetivas. Não é à toa que a ética constitui um “orbe normativo”, integrada por referências axiológicas e padrões imperativos, que regulamenta e organiza de maneira genérica e com caráter permanente a convivência humana. Não apenas isso, a ética – assim como os princípios que dela decorre – impõe obrigações, contribuições e renúncias do indivíduo em prol do bem comum.³³

O fundamento ético-jurídico do dever de lealdade, por sua vez, é o poder que um indivíduo ou grupo se tem de poder influir na esfera jurídica alheia que leva à necessidade de exigir, daquele, responsabilidade no exercício de suas correlatas posições jurídicas subjetivas.³⁴

31 CORDEIRO, António Menezes. *A lealdade no direito das sociedades*. Revista da Ordem dos Advogados Portugueses. Disponível em: https://www.oa.pt/conteudos/artigos/detalhe_artigo.aspx?idisc=54103&ida=54129. Acesso em: 20 dez. 2023.

32 Sobre os elementos que surgem a partir da lealdade, Menezes de Cordeiro explica que: “A previsibilidade está na base da confiança. Justamente por o interessado poder, subjectivamente, prognosticar a actuação futura de uma outra pessoa, surge, da parte dele, a convicção que permite a preferência, a entrega e o investimento. A pessoa imprevisível não é leal. [...] A correção dá as margens externas máximas de lealdade: fora delas não surgem qualidades. Mas vamos, aqui, mais longe: a previsibilidade, com a inerente confiança, exige um recorte mais estreito. Quem, dentro do correcto, actue imprevisivelmente, não é leal. A lealdade exige, num âmbito de legalidade, uma atitude especificamente conforme com as expectativas do caso.” (CORDEIRO, António Menezes. *A lealdade no direito das sociedades*. Revista da Ordem dos Advogados Portugueses. Disponível em: https://www.oa.pt/conteudos/artigos/detalhe_artigo.aspx?idisc=54103&ida=54129, acesso em: 20 dez. 2023).

33 AMARAL, José Romeu Garcia do. *Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas*. Tese (Doutorado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020, p. 43).

34 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 58.

Ao analisar o dever de lealdade aplicado aos fundos de investimento, é inevitável fazer, mais uma vez, um paralelo com o Direito das Sociedades. Isso porque, muito embora as leis societárias nacionais não o tenham previsto expressamente, o dever societário de lealdade existe na jurisdição brasileira.³⁵

Dentro do Direito Societário, de um modo geral, Jorge Manuel Coutinho de Abreu³⁶ explica que o dever de lealdade impõe que cada sócio não atue de modo incompatível com o interesse social, logo, o sócio está vinculado a respeitar a natureza da sociedade enquanto instrumento para a consecução de determinado fim, devendo, portanto, mover-se entro do círculo permitido por esse fim ou interesses.

Quando observado sob o prisma de aplicação aos administradores de sociedades empresárias, William E. Knepper e Dan A. Bailey³⁷, explicam que o dever de lealdade:

Exige a observação escrupulosa do dever (1) de proteger os interesses da corporação e (2) de abster-se de fazer qualquer coisa que a prejudique. Um administrador não pode privar a sociedade de lucros ou vantagens que a sua competência e capacidade lhe possam trazer ou que lhe permitam obter no exercício razoável e legal dos seus poderes. Esta regra exige “uma lealdade total e altruísta à corporação”. Exige que não haja conflito entre dever e interesse próprio. O dever de lealdade decorre da proibição da negociação própria inerente à relação fiduciária. Uma vez feita uma demonstração *prima facie* de que os ad-

35 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 161.

36 ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Curso de direito comercial*. Vol II – Das sociedades. 3. ed. Coimbra: Almedina, 2009.

37 KNEPPER, William E.; BAILEY, Dan. A. *Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis. §4.01, p. 4-2.

ministradores têm interesse próprio numa determinada transacção, o ónus recai sobre eles para demonstrar que a transacção é justa e serve os melhores interesses da empresa e dos seus accionistas.³⁸

O cerne do dever de lealdade na orbita societária, como ensina Marcelo Adamek,³⁹ “reside, então, no dever de não adotar comportamentos que possam, de algum modo, lesionar legítimos interesses e expectativas de outros sócios ou da sociedade de que são membros.”

Observa-se, portanto, que o dever de lealdade é uma decorrência do dever geral de boa-fé, encontrada a partir da redação do artigo 187 do Código Civil.⁴⁰ Ora, a boa-fé objetiva, por ser um modelo prescritivo capaz de produzir normatividade, atua como uma baliza para determinar como deverão ser exercidos os direitos e deveres dos cotistas, bem como os deveres fiduciários dos prestadores de serviços essenciais. É justamente em razão disso, que se pode dizer que a boa-fé constitui matriz do dever da lealdade.

38 Tradução livre para: “requires scrupulous observation of a duty (1) to protect the interests of the corporation and (2) to refrain from doing anything to injure it. A director may not deprive the corporation of profit or advantage which his skill and ability may bring to it or enable it to make in the reasonable and lawful exercise of its powers. This rule requires “an undivided and unselfish loyalty to the corporation.” It demands that there shall be no conflict between duty and self-interest. The duty of loyalty is derived from the prohibition against self-dealing that is inherent in a fiduciary relationship. Once a prima facie showing is made that directors have a self-interest in a particular transaction, the burden shifts to them to demonstrate that the transaction is ‘fair and serves the best interests of the corporation and its shareholders.” (KNEPPER, William E.; BAILEY, Dan. A. *Liability of corporate officers and directors*. 8. ed. New York: Lexis Nexis. §4.01, p. 4-2.).

39 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 166.

40 Art. 187 do Código Civil - 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.

Nessa linha, a boa-fé objetiva rompe as barreiras e limites das normas postas e introduz, conforme expõe Judith Martins-Costa,⁴¹ “fatores, elementos e valores que não são tidos, *ab origine* e deste logo, como sistemáticos, conduzindo à arrumação destes fatores, elementos e valores em modelos jurídicos jurisprudenciais, costumeiros e negociais que, assim, ampliam e passam a integrar o sistema.”

Aliás, dentro da realidade aplicada aos fundos de investimento, é importante salientar que o “dever de agir com lealdade” foi incorporado expressamente pela Resolução CVM nº 175, na redação do art. 106, I. O aludido enunciado normativo dispõe que os prestadores de serviços essenciais devem “exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo e suas classes de cotas, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas, do fundo e de suas classes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas no exercício de suas atribuições.”

Muito embora a incidência da norma seja direcionada exclusivamente aos prestadores de serviços essenciais, o silêncio do Resolução nº 175 quanto aos cotistas não significa que sob estes o dever de lealdade não incide.

Isso porque, à semelhança do que se observa no direito societário, o fato de o cotista, no exercício das suas posições jurídicas subjetiva, poder influir na esfera alheia, faz com que ele, inevitavelmente, responda por deveres de lealdade. Na verdade, é possível vislumbrar isso da própria redação da norma que determina o impedimento do cotista no exercício do voto nas deliberações em que tenha interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse. Tanto é assim,

41 MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999. p. 22.

que, por repercutir na esfera dos demais cotistas, a Resolução nº 175 transfere a responsabilidade pela autorização ou não do voto em conflito de interesses para a assembleia.

Sendo assim, e sem querer adentrar à fundo na longa construção teórico e dogmática por trás do dever de lealdade, não há como negar que a existência de um dever de lealdade a ser seguido pelos cotistas dos fundos de investimento. Se no âmbito do direito societário a regra do conflito de interesses no exercício do voto é expressão do dever de lealdade⁴², a mesma consideração deve valer de maneira análoga aos fundos de investimentos.

Na verdade, sendo ainda mais específico, dentro das assembleias de cotistas, a maior expressão do dever de lealdade é a obrigação do exercício da autodeclaração de impedimento de voto. É importante destacar que, em cada caso a intensidade desses deveres depende da concreta situação jurídica do cotista e, para isso, têm influência a participação que detém na organização, os poderes que é titular e a estrutura do fundo.⁴³

Dito isto, há de se observar que o dever de lealdade que deverá ser observado pelo cotista nas assembleias é de altíssima intensidade. Isso porque, o ato de se declarar impedido para exercer o direito de voto é uma manifestação unilateral que, até certo ponto, chega a ser, por parte do cotista, um “conflito dos próprios interesses”, afinal, aquele que pretende se beneficiar em decorrência de uma posição de conflito de interesses com o fundo, naturalmente não irá revelar essa posição.

42 É o que sustentam, por exemplo, em suas obras, Marcelo Vieira Von Adamek (*Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014), Luis Felipe Spinelli (*Conflito de interesses na administração da sociedade anônima*. São Paulo: Malheiros Editores, 2012) e José Romeu Garcia do Amaral (*Dever de lealdade dos acionistas nas sociedades anônimas*. Tese (Doutorado – Programa de Pós Graduação em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020).

43 ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 163.

E se é assim, a violação dos deveres contidos no componente passivo da posição jurídica deve receber tratamento apropriado para não ficar ileso.

Nesse ponto, recorreremos ao Código Civil para buscar a solução para a violação do dever de lealdade, bem como a responsabilização do cotista culpado. Segundo os princípios da responsabilidade civil por ato ilícito, ou seja, o regime estatuído no artigo 927 do Código Civil, o ato que viola o dever de lealdade – dever legal de conduta – é ilícito. A primeira consequência é a sua invalidade. A segunda, sob a égide da teoria dos atos ilícitos, é o dever de reparar os prejuízos que, porventura, venham a ser suportados tanto pelo fundo como pelos demais cotistas.⁴⁴

Nessa mesma linha, mas por meio de uma abordagem distinta, considerando o voto em conflito de interesses uma espécie de abuso de direito, Mário Tavernard Martins de Carvalho⁴⁵ entende que:

Apesar da quase inexistência de disposições próprias para esses eventuais conflitos, o voto proferido contrariamente aos interesses do fundo de investimento seria considerado abusivo, mesmo se eventual situação de conflito fosse previamente aprovada pelos demais cotistas, conforme previsto na regulamentação. Qualquer direito, por mais legítimo que seja, se exercido de forma abusiva, poderá ser objeto de anulação, além da necessidade de o infrator indenizar pelos danos causados.

Sobre o dever de reparar, não há muito o que ser dito. A tutela

44 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 611.

45 CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Conflito de interesses nos fundos de investimento: aspectos práticos e jurídicos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*, vol. V. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 406.

ressarcitória, inerente a função da responsabilidade civil, tentará compensar os cotistas e o fundo lesados pelo prejuízo econômico sofrido por ambos.⁴⁶ Ocorre, todavia, que, embora a tutela ressarcitória intervenha para reparar as consequências e efeitos do comportamento ilícito, ficará à cargo da invalidade da assembleia o papel de tentar recompor a ordem jurídica violada.

Ao contrário do que se observa no dever de reparar, o caminho do regime das invalidades das assembleias de cotistas, por outro lado, é um caminho tortuoso e de difíceis soluções, além de não ter recebido da doutrina a devida atenção que o tema suscita.

Em primeiro lugar – e sem querer entrar no debate da natureza jurídica dos fundos de investimento – é importante destacar que as deliberações dos fundos, por serem atos jurídicos, submetem-se à teoria comum das invalidades prevista no Código Civil.⁴⁷⁻⁴⁸

46 ROSENVALD, Nelson. *As funções da responsabilidade civil: a reparação e a pena civil*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 103.

47 ABREU, Máira Leitoguinhos de Lima. Invalidade das deliberações de assembleias de cotistas de fundos de investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. (coord.) *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 77.

48 Apenas para ilustrar as dificuldades que surgem a partir da incerteza quanto à natureza jurídica dos fundos de investimento – se de natureza societária ou se de natureza condominial – pela falta de previsão específica quanto no Código Civil quanto as impugnações às assembleias condominiais, essa premissa, surge a questão acerca de qual o prazo decadencial será aplicável para a impugnação da assembleia. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, por exemplo, entende que, por analogia, o prazo decadencial aplicável deverá ser o previsto no art. 286 da Lei nº 6.404/76 (Natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflitos de interesses apurado pela própria assembleia de cotista. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. 1. ed. São Paulo: Editores Malheiros, 2009, p. 212). Por sua vez Máira Leitoguinhos de Lima Abreu, entende que, por ser a deliberação um ato jurídico, ou seja, fato jurídico que tem como cerne uma exteriorização consciente de vontade, devem ser aplicados os arts. 178 ou 179, ambos do Código Civil, a depender do motivo da invalidade. (Invalidade das deliberações de assembleias de cotistas de fundos de investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. (coord.) *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 81).

Nesse sentido, como decorrência da violação a uma norma ditada em proteção de interesses de pessoas ou grupos específicos – e não o interesse público – a sanção aplicada ao voto exercido pelo cotista após ter sido omissivo no seu dever de declarar o próprio impedimento de voto, é a anulação.⁴⁹

O raciocínio é simples: o exercício do voto em conflito de interesses é condicionado ao cumprimento do requisito de informar aos demais cotistas a existência do referido conflito. Caso esse dever de informar não seja cumprido pelo cotista, o seu voto deverá ser anulado.

Faz-se necessário pontuar que, caso o voto exercido de forma dolosa pelo cotista em situação de conflito de interesses seja decisivo para a formação da maioria, poderá levar à anulação da assembleia ou de uma ou algumas de suas deliberações, conforme o caso.

Uma peculiaridade que cabe ao caso dos conflitos de interesses nas assembleias de cotistas de fundos de investimento é que, em respeito ao disposto no Art. 78, §1º, II da Resolução nº 175 da CVM, é possível que, antes mesmo de uma eventual anulação da deliberação, o vício do voto seja sanado mediante a convocação de uma assembleia específica para decidir o afastamento ou não do impedimento de voto. Desse modo, tanto o fundo, quanto os cotistas economizam tempo, custo e preservam a estabilidade das deliberações assembleares tomadas dentro dos fundos de investimento.

49 Na linha do que ensina Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, só que aplicado ao direito societário, nos vícios de voto se acha excluída a sanção de nulidade, na medida em que se encontram em jogo unicamente interesses dos acionistas, aos quais a lei outorga remédio adequado para sua defesa, sem necessidade de se comprometer a desejada estabilidade dos aludidos atos societários. (*Invalidade das deliberações de assembleia das s/a e outros escritos sobre o tema da invalidade das deliberações sociais*. 2. ed. rev. e aum. São Paulo: Malheiros, 2017. p.134.

5. O papel do administrador fiduciário diante do conflito de interesses autodeclaratório.

À primeira vista, dedicar linhas para tratar do papel do administrador fiduciário na autodeclaração do impedimento de voto pelo cotista conflitado não parece possuir razão de ser, visto que, em nenhum momento a Resolução nº 175 impõe ao administrador fiduciário qualquer dever ou relação com a obrigação do cotista em apontar o próprio impedimento de voto.

O fato é que, em um importante caso que foi julgado pela CVM, a questão foi colocada sob grande debate, tendo gerado linhas de raciocínio distintas para definir qual o papel que o administrador fiduciário tem nas hipóteses de conflito de interesse do cotista, em especial quando depende de sua autodeclaração.

O litígio em questão ficou conhecido como Caso FII Gran Plaza⁵⁰ e foi um dos primeiros casos envolvendo conflito de interesses de cotistas de fundos de investimento julgado dentro da Comissão de Valores Mobiliário. Para compreender a natureza da discussão que interessa a este trabalho, faz-se necessário contextualizar o caso, ainda que brevemente.

O caso em questão versou sobre uma suposta situação de conflito de interesses cotista Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações (“CCP”) dentro do Fundo de Investimento Imobiliário Grand Plaza Shopping, e cujo administrador fiduciário era a Rio Bravo Investimentos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda (“Rio Bravo”).

O FII Grand Plaza é o fundo de investimento proprietário de 98,6% do Grand Plaza Shopping. 61,41% das cotas do FII Grand Plaza são titularizadas pela CCP, ao passo que as demais cotas são distribuídas entre 21.323 cotistas.

50 Processo CVM nº 19957.000837/2021-11.

O litígio teve origem em razão do recolhimento de tributos híbridos pelo FII Grand Plaza. A CCP recolhia os impostos como se o fundo fosse uma pessoa jurídica, enquanto aos demais cotistas era aplicada a tributação típica de fundos de investimento imobiliário. Como consequência, a Receita Federal lavrou um auto de infração contra o FII Grand Plaza, CCP e Rio Bravo, no valor de R\$ 158 milhões.

O artigo 2º da Lei nº 9.779/99 prevê que um fundo imobiliário está sujeito à tributação aplicável às pessoas jurídicas caso aplique recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista com mais de 25% de suas cotas. A fundamentação para a autuação pela Receita Federal foi a participação da CCP no Fundo superior a 25% e o entendimento de que a CCP está inserida no mesmo grupo econômico que incorporou, construiu e é sócio do empreendimento investido pelo Fundo de Investimento Imobiliário Grand Plaza Shopping.

Objetivando solucionar a questão que gerou à autuação, a Rio Bravo convocou duas consultas formais junto aos cotistas para deliberar alternativas de reestruturação do Fundo, por meio de cisão, para evitar que fosse tributado, no futuro, como pessoa jurídica. Quando instaladas as assembleias de cotistas, a Rio Bravo não contabilizou os votos da CCP, por entender que esta estaria em situação de conflito de interesses, nos termos do art. 24, §1º, IV da IN CVM nº 472/2008.⁵¹ Isso porque, o Fundo teria interesse em aprovar a reestruturação que preservasse a maior parcela possível de sua participação isenta de tributação, o que poderia trazer riscos ao Fundo.

Diante disso, a Rio Bravo apresentou uma consulta à Superintendência de Securitização – SSE da CVM a respeito da eventual contabilização do voto da CCP. Diante da manifestação da SSE a respeito da consulta, foi apresentado recurso pela CCP alegando, em resumo,

51 Art. 24. O cotista deve exercer o direito a voto no interesse do fundo. § 1º Não podem votar nas assembleias gerais do fundo: [...] VI – o cotista cujo interesse seja conflitante com o do fundo.

a ausência de conflito de interesses nas deliberações e a impossibilidade do impedimento prévio de seu voto na deliberação.

Instada a se manifestar no recurso interposto pela CCP, a SSE entendeu que: (i) a CCP é conflitada para votar em ambas as Consultas Formais; (ii) em razão do dever de diligência do administrador, este deve empregar esforços para identificar os cotistas potencialmente conflitados para exercer o seu direito a voto em determinada matéria; (iii) a identificação de conflito não deve partir exclusivamente do cotista, mas também deve contar com a diligência do administrador.⁵²

Ao ser levado para o Colegiado da CVM, em apertada síntese, foi concluído, por maioria, que não haveria impedimento de voto da CCP no caso concreto. O Diretor Alexandre Rangel entendeu que: (i) o tratamento a ser conferido ao conflito de interesses no caso concreto não autoriza o impedimento prévio ao exercício de direito de voto; e (ii) o administrador fiduciário não tem o direito e nem o dever de impedir o exercício do direito de voto de qualquer cotista. O Presidente Marcelo Barbosa seguiu o voto e a Diretora Flávia Perlingeiro, por sua vez, concordou com a área técnica.⁵³

Pois bem. Feito o breve resumo do caso em questão, passemos à análise das correntes trazidas ao longo do debate dentro do processo administrativo, bem como a solução que, a nosso ver, se mostra mais apropriada.

A primeira corrente, que inclusive foi a adotada pelo Diretor Relator Alexandre Rangel no julgamento do caso comentado acima, defende que “o administrador fiduciário não tem o direito, muito menos o dever, de impedir o exercício do direito de voto de qualquer cotista em assembleia geral”.

A ideia promovida por essa corrente é uma completa abstenção do administrador fiduciário diante de uma situação evidente de

52 Recurso Contra Manifestação da SSE/GSEC-1 - Ofício Interno nº 6/2021.

53 Decisão Colegiada - Reg. Col. nº 2189/2021.

conflito de interesses do cotista, mas que não seja declarado por este, passando a ser apenas um expectador de uma situação prejudicial ao fundo e aos demais cotistas.

Na fundamentação do seu posicionamento, o Diretor citou o Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/2014⁵⁴, onde consta que a CVM entende que não compete nem ao administrador, nem ao gestor, nem ao presidente da mesa da assembleia a contestação do exercício do direito de voto por qualquer cotista.

Muito embora a linha de raciocínio em questão possua o respaldo da CVM, não nos parece que seja a abordagem mais assertiva quanto ao papel do administrador fiduciário na hipótese do conflito de interesse auto declaratório. Isso porque, no modelo de governança dos fundos de investimento, o administrador fiduciário possui um papel importantíssimo de monitoramento e fiscalização, tendo sido alçado à figura de *gatekeeper* dos fundos de investimento.⁵⁵

Por outro lado, esvaziar o administrador fiduciário de qualquer função na guarda dos direitos dos cotistas em casos como a violação do dever de autodeclaração do impedimento de voto, coloca-o como um mero *gatekeeper* de questões estritamente formais. Como consequência, fragiliza-se a posição dos cotistas, deixando-os à própria sorte na busca dos remédios necessários para a tutela dos seus

54 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html. Acesso em: 10 dez. 2023.

55 Como bem explicado por Rafael Andrade, “o administrador deve ser compreendido como o ator escolhido pelo regulador brasileiro para auxiliá-lo na supervisão dos fundos de investimento. Ele é, assim, a principal Entidade Independente de Supervisão em nosso regime jurídico. Diante das assimetrias de informação e de poder inerentes ao fenômeno da dissociação entre gestores e fundos de investimento – que resulta, em uma típica relação de agência, na transferência ao gestor do poder de decisão sobre os recursos dos cotistas que colocam seu dinheiro nesse veículo – o apontamento do administrador como supervisor independente inserido na estrutura desses veículos é explicado, sobretudo, como uma estratégia jurídica que visa à mitigação dos potenciais desalinhamentos de interesses que surgem entre o gestor, de um lado, e os cotistas, de outro.” (ANDRADE, Rafael. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p.233-234).

interesses, criando uma submissão dos demais cotistas à vontade daquele que, sendo um investidor relevante, pode querer tornar o fundo um veículo para realização dos próprios interesses.⁵⁶

Como um antídoto à posição da CVM expressada no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/2014, em sentido completamente oposto, destaque-se, a segunda corrente, defendida por Otávio Yazbek e Anelise Paschoal Garcia Duarte, propõe uma postura muito mais intervencionista do administrador fiduciário, pregando que a identificação do impedimento de voto, por ocasião da assembleia, deveria ser de responsabilidade do administrador do fundo no exercício de seus deveres fiduciários.⁵⁷ Na visão dos referidos comercialistas:

Deveria recair sobre o administrador fiduciário a obrigação de diligenciar para o efetivo cumprimento das regras e dos procedimentos relacionados ao processo de formação da vontade do fundo em assembleias e consultas formais, o que deveria incluir a não contabilização do voto de cotista impedido de votar, em razão de interesse conflitante com o do fundo.⁵⁸

Como resultado prático, esse fundamento teórico serve de base para respaldar a não contabilização do voto do cotista pelo administrador fiduciário caso este entenda que está sendo exercido em

56 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In*: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 525.

57 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In*: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 525.

58 YAZBEK, Otávio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. Novamente o conflito de interesses – o caso dos fundos de investimento imobiliário. *In*: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 525.

conflito de interesses. A nosso ver, e com a máxima vênia, nem tanto ao mar, nem tanto à terra. É bem verdade que em decorrência dos deveres de vigilância atribuídos ao administrador fiduciário, este prestador de serviço foi alçado como guardião dos fundos de investimento.

Todavia, os requisitos, poderes e funções que caracterizam os *gatekeepers* são limitados, do modo que a atuação dos administradores fiduciários não pode suplantiar direitos essenciais dos cotistas, bem como, a partir de uma interpretação extensiva, extrapolar as normas jurídicas que vigoram e regulamentam os veículos coletivos de investimento.

O exercício do direito de voto por parte daquele que investiu recursos próprios em um fundo de investimento representa um direito legítimo e fundamental. Em atenção ao princípio da segurança jurídica, o exercício pleno dos direitos políticos atribuídos às cotas de emissão dos fundos, como valores mobiliários, merece lugar de destaque no arcabouço regulatório do mercado de capitais. Nessa linha, somente pode ser atingido, limitado ou restringido em situações raras, sobremaneira específicas, desde que expressamente previstas em lei, regulamentação própria ou por ato de liberalidade entre particulares.

Isso se dá de forma ainda mais acentuada em razão da completa ausência de previsão legal que autorize o administrador fiduciário a não contabilizar o voto do cotista em conflito de interesses. Conforme ressaltado por Julian Chediak “como, no silêncio da lei, prevalece a liberdade, toda norma restritiva é excepcional, insuscetível de extensão, sob pena de se criar cenário de insegurança jurídica e ofensa a direitos.”⁵⁹

59 CHEDIAK, Julian. A possibilidade de se votar em assembleia geral de sociedade anônima com a totalidade das ações vinculadas a acordo de acionistas, mesmo quando uma das partes do acordo tenha impedimento. In: *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas – Homenagem a Nelson Eizirik*. Vol I. Coords. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis Andre Azevedo e Marcus de Freitas Henriques. Quartier Latin: São Paulo, 2021, p. 730.

Em razão desses aspectos, entendemos ser a terceira corrente a mais apropriada para moldar o papel do administrador fiduciário diante do impedimento de voto do cotista. Essa corrente surgiu a partir do voto da Diretora Flávia Perlingeiro no Caso FII Gran Plaza e que, a nosso ver, encontra a maior aderência com as disposições previstas na Resolução CVM nº 175, bem como com os deveres de fiscalização do administrador fiduciário.

Em sua manifestação, a Diretora Flávia Perlingeiro entendeu que cabe ao administrador fiduciário identificar e apontar o referido interesse conflitante com o do Fundo, no âmbito do cumprimento de seu dever de diligência, conseqüentemente não procede o argumento de que apenas haveria impedimento na hipótese de autodeclaração do conflito pelo cotista conflitado, restando aos demais cotistas somente a busca por eventual reparação judicial.

Todavia, a Diretora foi além e ressaltou que o tratamento da questão para fins de impedimento do exercício de direito de voto do cotista conflitado não pode se dar de forma arbitrária, devendo ser submetido à deliberação dos demais cotistas (não conflitados), a fim de que seja apurado se há aquiescência expressa da maioria desses a que vote o cotista conflitado, hipótese em que o impedimento restaria afastado.⁶⁰

Esse, portanto, é o raciocínio que se mostra mais equilibrado quanto ao papel do administrador fiduciário face ao dever de autodeclaração do impedimento de voto pelo cotista. Isso porque, além de estar dentro de suas atribuições de *gatekeeper* dos fundos de investimento, preserva o direito de voto dos cotistas e está perfeitamente alinhado com o Art. 78, § 1º, II da Resolução CVM nº 175.

Esse mesmo posicionamento encontra eco nas lições de Daniel Vio e Thaís Lima⁶¹. Segundo dos comercialistas:

60 Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210525_R1/20210525_D2189.html. Acesso em 12 dez. 2023.

61 VIO, Daniel de Avila; LIMA, Thaís Vieira. Apontamentos sobre impedimento de voto em assembleias de cotistas e o papel da mesa diretora e dos prestadores de serviços essenciais.

O administrador e o gestor, como decorrência de seus deveres de diligência, podem e devem alertar o cotista em questão a respeito da existência do conflito durante o conclave – bem como os demais cotistas presentes, de modo que possam eles próprios buscar as medidas cabíveis, a exemplo da anulação do voto em conflito e, se determinante para o sentido da deliberação tomada, também da própria deliberação -, explicando as potenciais consequências do exercício do direito de voto em prejuízo ao interesse do fundo, classe ou subclasse. [...] Os deveres fiduciários de diligência e lealdade, imputáveis aos prestadores de serviços essenciais do fundo, na qualidade de guardiões do investimento alheio, incidem sobre todas as atividades e facetas da comunhão – inclusive no que diz respeito à adequada formação de suas decisões, com a disponibilidade das informações necessárias para tanto.

Assim sendo, o administrador fiduciário, na sua atribuição de *gatekeeper* e no exercício do seu dever fiduciário de diligência, deve investigar e apresentar aos cotistas, previamente às assembleias, todas as questões que possam impedir o exercício de voto pelo cotista conflitado e que não tenha sido autodeclarado por este, de modo a alertar os cotistas da existência desse impedimento. Em ato contínuo, cabe aos demais cotistas do fundo votar no sentido de permitir ou não que o voto em conflito de interesses seja exercido.

Conclusão.

As novas regras introduzidas pela Resolução CVM nº 175 para

In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; GONZALEZ, Gustavo Machado; YAZBEK, Otávio (coord.). *Contencioso dos fundos de investimento*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024. p. 281.

tratar dos conflitos de interesses por parte dos cotistas, em razão da recente introdução à realidade dos fundos de investimento, ainda não puderam ser “testadas” dentro não só da Comissão de Valores Mobiliários, como também no poder judiciário brasileiro.

Todavia, não há como negar que, de certo modo, em razão dos longos e profícuos debates travados no âmbito do direito societário acerca dos conflitos de interesse – especial quanto à natureza do conflito, se formal ou material - a matéria aplicada aos fundos de investimentos acaba sendo contaminada por questões similares.

Não obstante a inevitável influência do direito societário, a conclusão pela natureza formal do conflito de interesses dos cotistas e, por conseguinte, pela necessidade de sua aferição *ex ante*, não decorre de mera preferência teórica, mas de ao menos dois fundamentos de ordem técnica extraídos do próprio regime instituído pela Resolução CVM nº 175.

O primeiro é de natureza sistemática. Os comandos do art. 78 da Resolução nº 175 formam um encadeamento lógico-procedimental que somente opera em momento anterior à deliberação: o inciso IV veda o voto do cotista conflitado; o §2º impõe a este o dever de declarar o impedimento à mesa previamente ao início das deliberações; e o §1º, II, atribui à maioria dos demais cotistas a competência para afastar a vedação, inclusive por permissão prévia, concedida fora do conclave e arquivada pelo administrador. Ora, se a configuração do conflito dependesse do exame posterior do mérito do voto proferido, tanto o dever de autodeclaração prévia quanto o mecanismo de aquiescência restariam esvaziados de qualquer função. A verificação apriorística do conflito é, portanto, pressuposto de operabilidade do próprio sistema desenhado pelo regulador.

O segundo fundamento reside na racionalidade da alocação de riscos promovida pela norma. Ao deslocar o centro decisório para a maioria dos cotistas desinteressados, a Resolução nº 175 estabelece que, uma vez concedida a aquiescência, eventual prejuízo decorrente do voto autorizado será absorvido pelo fundo e por seus cotistas, que

assumiram conscientemente esse risco e, por vedação ao *venire contra factum proprium*, não poderão pleitear ressarcimento – salvo nos casos de erro, dolo, fraude ou simulação.

Essa lógica de assunção informada de risco é incompatível com um controle de mérito *a posteriori*: o momento adequado para a tutela dos cotistas é, por definição, aquele anterior à formação da vontade coletiva. O controle *ex ante* opera, ademais, como verdadeira profilaxia das deliberações assembleares, prevenindo litígios anulatórios e preservando a estabilidade dos atos praticados pelo fundo.

É por essas razões que, diante do conjunto de normas e da técnica redacional que foi utilizada na Resolução nº 175, não há como extrair uma interpretação diversa da natureza cautelatória do impedimento de voto em conflito de interesse, o controle deve ser feito *ex ante*. Tentar aplicar a teoria do conflito material às assembleias de cotistas de fundos de investimento é empurrar “de goela abaixo” uma interpretação que apenas pode ser extraída da Lei 6.404/76 e que não se aplica aos fundos de investimento.

Foi privilegiada a autonomia da vontade dos cotistas, onde, a partir da declaração do impedimento de voto pelo cotista conflitado, atribui-se aos demais cotistas a incumbência de decidir se, mesmo assim, o voto em conflito de interesses poderá ser exercido ou não.

Conclui-se, portanto, que a obrigação imposta ao cotista de declarar o próprio impedimento de passa a ter uma importância crucial nas deliberações assembleares, de modo que, faz surgir um dever de lealdade do cotista conflitado perante os demais cotistas e o fundo de investimento. Esse dever de lealdade servirá de baliza e, caso seja descumprido, ensejará não apenas a reparação civil, como também a anulação do voto do cotista.

Aliado a isso, caberá também ao administrador fiduciário do fundo, no exercício do seu papel de *gatekeeper* e no cumprimento dos seus deveres fiduciários de diligência, apresentar todos os fatos que eventualmente possam ser impeditivos do exercício de voto pelo

cotista conflitado, auxiliando, desse modo, não apenas os demais cotistas do fundo de investimento, mas também a higidez do processo assemblear.