



**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS  
ESCOLA DE DIREITO E RELAÇÕES INTERNACIONAIS  
NÚCLEO DE PRÁTICA JURÍDICA  
COORDENAÇÃO ADJUNTA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO  
ARTIGO CIENTÍFICO**

**O DILEMA FIDUCIÁRIO NO MERCADO DE CAPITAIS: ÉTICA E  
RESPONSABILIDADE REGULATÓRIA NA ATUAÇÃO DO FUNDO DE  
INVESTIMENTO**

ORIENTANDO: HUGO NAPOLEÃO BASTOS FERIGATTO  
ORIENTADORA: PROFa. MESTRE ISABEL DUARTE VALVERDE

GOIÂNIA-GO  
2025

HUGO NAPOLEÃO BASTOS FERIGATTO

**O DILEMA FIDUCIÁRIO NO MERCADO DE CAPITAIS: ÉTICA E  
RESPONSABILIDADE REGULATÓRIA NA ATUAÇÃO DO FUNDO DE  
INVESTIMENTO**

Artigo Científico apresentado à disciplina  
Trabalho de Curso II, da Escola de Direito  
e Relações Internacionais da Pontifícia  
Universidade Católica de Goiás (PUC  
GOIÁS).

Professora Orientadora: Mestre Isabel  
Duarte Valverde.

GOIÂNIA-GO

2025

HUGO NAPOLEÃO BASTOS FERIGATTO

**O DILEMA FIDUCIÁRIO NO MERCADO DE CAPITAIS: ÉTICA E  
RESPONSABILIDADE REGULATÓRIA NA ATUAÇÃO DO FUNDO DE  
INVESTIMENTO**

Data da Defesa: \_\_\_\_ / \_\_\_\_ / \_\_\_\_

**BANCA EXAMINADORA**

Orientadora: Profa. Mestre Isabel Duarte Valverde

Nota: \_\_\_\_\_

Examinador(a) Convidado(a): Prof(a).: Irisvan Viana

Nota: \_\_\_\_\_

# **O DILEMA FIDUCIÁRIO NO MERCADO DE CAPITAIS: ÉTICA E RESPONSABILIDADE REGULATÓRIA NA ATUAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO**

Hugo Napoleão Bastos Ferigatto

O presente trabalho analisa o dever fiduciário dos gestores de fundos de investimento no mercado de capitais brasileiro, com foco no exercício do direito de voto e na mitigação de conflitos de interesse. Por meio de análise doutrinária e regulatória, especialmente da Resolução CVM nº 175/2022, discute-se como os deveres de diligência e lealdade moldam a atuação do gestor perante os cotistas e as companhias investidas. O estudo examina a jurisprudência do Colegiado da CVM, os mecanismos institucionais de governança e a integração de critérios ESG (Ambiental, Social e Governança) como componente essencial do dever fiduciário moderno, concluindo pela necessidade de mecanismos robustos de governança, transparência e ética institucional para garantir a integridade do mercado e a proteção do investidor.

Palavras-chave: Fundo de Investimento; Dever Fiduciário; Conflito de Interesses; Direito de Voto; CVM 175; ESG.

## ***THE FIDUCIARY DILEMMA IN THE CAPITAL MARKETS: ETHICS AND REGULATORY RESPONSIBILITY IN THE INVESTMENT FUND ACTIVITY***

*This paper analyzes the fiduciary duty of investment fund managers in the Brazilian capital market, focusing on the exercise of voting rights and the mitigation of conflicts of interest. Through doctrinal and regulatory analysis, especially of CVM Resolution No. 175/2022, it discusses how the duties of diligence and loyalty shape the manager's conduct towards shareholders and investee companies. The study examines the CVM Collegiate's case law, institutional governance mechanisms, and the integration of ESG criteria (Environmental, Social, and Governance) as an essential component of the modern fiduciary duty, concluding that robust governance, transparency, and institutional ethics are necessary to ensure market integrity and investor protection.*

**Keywords:** Investment Fund; Fiduciary Duty; Conflict of Interest; Voting Right; CVM 175; ESG.

---

<sup>1</sup> Graduando em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC Goiás)

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como tema o dever fiduciário dos gestores de fundos de investimento no mercado de capitais brasileiro, delimitado ao exercício do direito de voto em assembleias gerais de acionistas e à gestão de conflitos de interesse à luz da Resolução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM nº 175/2022). O mercado de capitais brasileiro passou por transformações estruturais profundas nas últimas décadas, marcadas pela profissionalização dos agentes e pela ascensão dos investidores institucionais como protagonistas da dinâmica econômica e societária nacional. Nesse cenário, os fundos de investimento emergem como atores centrais, detendo parcelas relevantes do capital social das companhias abertas e exercendo influência direta na governança corporativa. Contudo, essa posição de poder traz consigo o que se denomina dilema fiduciário: como equilibrar o dever de maximizar o retorno aos cotistas com a responsabilidade ética e social perante a companhia investida e o mercado?

A relevância do tema é inegável. Com a indústria de fundos brasileira gerenciando recursos que atingiram R\$ 7,9 trilhões em 2025, segundo a ANBIMA, o adequado cumprimento dos deveres fiduciários pelos gestores não é apenas uma questão de Direito privado, mas uma condição para a estabilidade e o desenvolvimento do próprio sistema financeiro nacional. O trabalho se insere na linha de pesquisa de Relações Privadas, Empresarialidade, Inovação e Transformações Tecnológicas do Curso de Direito da PUC Goiás, notadamente no âmbito do direito empresarial, mercado de capitais e regulação financeira.

O gestor de um fundo de investimento é, ao mesmo tempo, mandatário de milhares de cotistas — muitas vezes pequenos poupadores —, acionista de companhias abertas e agente do mercado de capitais. Essa posição múltipla o coloca frequentemente diante de tensões que o Direito, sozinho, não consegue resolver sem o suporte da ética e de mecanismos institucionais de governança. Diante disso, questiona-se: de que forma os deveres de diligência e lealdade impostos ao gestor de fundos de investimento pela regulamentação da CVM são suficientes para mitigar os conflitos de interesse no exercício do direito de voto, e qual o papel da ética institucional e dos critérios ESG nesse processo? Parte-se da hipótese de que,

embora a Resolução CVM nº 175/2022 estabeleça um robusto arcabouço normativo para o exercício do voto pelos gestores de fundos, a mera observância formal das regras não é suficiente para garantir a plena proteção dos cotistas, demandando também uma cultura ética institucional sólida e a integração substantiva de critérios ESG nas decisões de gestão.

O objetivo geral do trabalho é analisar o dever fiduciário dos gestores de fundos de investimento no mercado de capitais brasileiro, com enfoque no exercício do direito de voto em assembleias gerais de acionistas e na mitigação de conflitos de interesse, à luz da regulamentação da CVM e dos princípios de governança corporativa e ESG. A metodologia adotada é a pesquisa bibliográfica e documental, com análise da legislação, doutrina especializada, regulamentação da CVM e jurisprudência administrativa do Colegiado da autarquia, pelo método dedutivo.

O presente trabalho divide-se em três seções fundamentais. A primeira seção explora o papel dos fundos de investimento no mercado de capitais e a natureza jurídica do dever fiduciário, com ênfase nos deveres de diligência e lealdade consagrados pela Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) e pela regulamentação da CVM. A segunda seção aprofunda-se no conflito de interesses no exercício do direito de voto, analisando as tipologias de conflito, o marco regulatório da Resolução CVM nº 175/2022 e a jurisprudência administrativa do Colegiado da CVM. A terceira seção discute os mecanismos de governança corporativa para mitigação de conflitos, a dimensão ética da gestão fiduciária e a integração de fatores ESG nas decisões de investimento e no exercício do voto.

## **1 O PAPEL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E O DEVER FIDUCIÁRIO**

### **1.1 CONCEITO E NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Os fundos de investimento representam uma das formas mais relevantes de investimento coletivo no mercado de capitais brasileiro. Sua definição legal e sua natureza jurídica são cruciais para delimitar o regime de responsabilidade e os deveres dos seus administradores e gestores.

Em sua essência, o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinada à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. Essa modalidade permite que diversos investidores (cotistas) unam seus recursos para acessar uma carteira diversificada de ativos, usufruindo de gestão profissional especializada e de maior diversificação de riscos.

A doutrina e a legislação brasileira, notadamente o Código Civil (art. 1.368-C, incluído pela Lei nº 13.874/2019), definem o fundo de investimento como um ente despersonalizado, caracterizado como um condomínio de natureza especial. A escolha pela figura do condomínio, em vez de uma sociedade, implica que o fundo não possui personalidade jurídica própria. Trata-se, porém, de um condomínio *sui generis*, cujo patrimônio é separado do patrimônio dos cotistas, do administrador e do gestor, cuja gestão e administração são delegadas a profissionais especializados.

Martins Neto (2021) aproxima o fundo, do ponto de vista funcional, da lógica do trust do direito anglo-saxão, embora este não seja reconhecido diretamente no ordenamento jurídico brasileiro. Essa aproximação conceitual é fundamental para a compreensão do dever fiduciário.

A Resolução CVM nº 175/2022 é o marco regulatório mais recente e relevante para os fundos de investimento no Brasil. Ela consolida e moderniza as regras, reforçando a separação de funções e a responsabilidade dos agentes fiduciários. O Administrador Fiduciário é a pessoa jurídica responsável pela constituição do fundo e pela sua representação legal. O Gestor de Recursos, por sua vez, é a pessoa jurídica credenciada para tomar as decisões de investimento, executando a política de aplicação do fundo, e é na figura do gestor que o dilema fiduciário se manifesta com maior intensidade.

## 1.2 PANORAMA DO MERCADO DE CAPITAIS E A ASCENSÃO DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS

O mercado de capitais brasileiro, ao longo das últimas décadas, passou por uma profunda transformação estrutural, caracterizada pela crescente profissionalização e pela ascensão dos investidores institucionais como agentes centrais na dinâmica econômica e societária do país. Dados da Associação Brasileira

das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) demonstram que os recursos sob gestão atingiram a marca de R\$ 7,9 trilhões em 2025, evidenciando a força e o potencial do Brasil na indústria global de investimentos (ANBIMA, 2025).

A ascensão dos investidores institucionais no Brasil está intrinsecamente ligada às reformas do mercado de capitais, especialmente após a promulgação da Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações) e a atuação regulatória da CVM. Nesse contexto, Coelho (2015) sintetiza a natureza da relação estabelecida:

Conclui-se que existem características essenciais na configuração de uma relação fiduciária entre o administrador-gestor e o cotista de fundos de investimento e que, uma vez formada essa relação, administradores e gestores obrigam-se a observar o cumprimento de deveres de diligência e de lealdade perante o cotista. Igualmente, ainda é possível afirmar que as normas da CVM de fato instituem a relação fiduciária entre o administrador-gestor e o cotista de fundos de investimento, bem como os deveres fiduciários conexos a essa relação. (Coelho, 2015, p. 8)

A crescente participação desses fundos impulsionou o debate sobre o conceito de *stewardship* (zeladoria ou gestão fiduciária responsável), que se refere ao papel ativo dos investidores institucionais na supervisão e no engajamento com as companhias investidas. O *stewardship* se manifesta no ativismo acionário, em que investidores institucionais utilizam seus direitos de voto e influência para pressionar as companhias a adotarem melhores práticas de gestão. Essa atuação é fundamental para mitigar o problema de agência no mercado de capitais, conforme teorizado por Jensen e Meckling (1976).

### 1.3 O DEVER FIDUCIÁRIO DO GESTOR: DEVER DE DILIGÊNCIA E LEALDADE

O cerne da relação entre o gestor do fundo e o cotista reside no dever fiduciário (*fiduciary duty*), que é a obrigação legal e ética imposta a quem ocupa uma posição de confiança para agir no melhor interesse de outrem. A doutrina brasileira desdobra esse dever em dois pilares essenciais: o Dever de Diligência e o Dever de Lealdade, cujas bases legais encontram-se nos artigos 153 a 157 da Lei nº 6.404/76, aplicados aos gestores de fundos por força da regulamentação da CVM.

O Dever de Diligência (*Duty of Care*) impõe ao gestor a obrigação de atuar com o cuidado e a prudência que se espera de um profissional diligente. O art. 153 da Lei nº 6.404/76 estabelece que o administrador deve empregar "o cuidado e diligência

que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios". A responsabilidade do gestor, contudo, não é absoluta. A doutrina e a jurisprudência aplicam a *Business Judgment Rule*, que protege o gestor de responsabilização por resultados negativos, desde que sua decisão tenha sido tomada de boa-fé, com o devido cuidado e no melhor interesse do fundo (Aguiar, 2022).

O Dever de Lealdade (*Duty of Loyalty*) é o mais estrito dos deveres fiduciários e exige que o gestor atue com honestidade e boa-fé, colocando os interesses do cotista acima de qualquer interesse pessoal ou de terceiros. O art. 155 da Lei nº 6.404/76 é o fundamento legal desse dever. Por extensão regulatória, o gestor de fundos deve abster-se de participar de atividades que concorram com os interesses do fundo, de valer-se de informações confidenciais e de agir de forma parcial nas decisões de voto nas companhias investidas.

## **2 O CONFLITO DE INTERESSES NO EXERCÍCIO DO VOTO**

### **2.1 A ASSEMBLEIA GERAL DE ACIONISTAS COMO CENTRO DO PODER SOCIETÁRIO**

A Assembleia Geral de Acionistas (AGA) representa o ápice da estrutura decisória de uma sociedade anônima, configurando-se como o fórum soberano no qual os acionistas exercem seus direitos políticos e influenciam diretamente os rumos da companhia. A Lei nº 6.404/76 delinea as competências exclusivas da AGA, que abrangem desde a eleição e destituição de administradores, a aprovação das demonstrações financeiras e a alteração do estatuto social, até a deliberação sobre operações societárias de grande envergadura.

Para os fundos de investimento, a participação ativa na AGA transcende a mera prerrogativa legal: ela se torna um instrumento fundamental para o cumprimento do dever fiduciário. Ao deterem parcelas significativas do capital votante das companhias abertas, esses fundos adquirem um poder de influência que os posiciona como verdadeiros agentes de governança corporativa (França, 2022). O voto do gestor do fundo atua, portanto, como um poderoso mecanismo de monitoramento, contribuindo

para a redução dos custos de agência e pressionando a diretoria a atuar em conformidade com o interesse social da companhia (Jensen; Meckling, 1976).

## 2.2 TIPOLOGIAS DE CONFLITOS DE INTERESSE NA ATUAÇÃO DOS GESTORES

O conflito de interesses no contexto da gestão de fundos de investimento emerge quando o gestor, investido de uma posição de confiança e poder discricionário sobre o patrimônio alheio, se depara com uma situação em que seus interesses pessoais, ou os de terceiros a quem esteja vinculado, colidem com o dever de lealdade e diligência que deve aos cotistas. A doutrina clássica de Eizirik (2021) enfatiza que o dever de lealdade impõe ao gestor à obrigação de abster-se de votar quando o seu interesse pessoal for conflitante com o do fundo, sob pena de anulabilidade da deliberação e responsabilização civil e administrativa.

O conflito horizontal (gestor vs. cotistas) ocorre quando há uma contraposição direta entre os interesses do gestor (ou da instituição a que ele pertence) e os interesses dos cotistas do fundo. Um exemplo clássico é quando o gestor de um fundo de investimento vota favoravelmente a uma operação societária que beneficia uma empresa do mesmo grupo econômico da gestora, mesmo que essa operação não seja a mais vantajosa para o fundo e seus cotistas (Eizirik, 2021; França, 2022).

O conflito vertical (fundo vs. companhia investida) surge da tensão inerente entre o dever fiduciário do gestor de maximizar o retorno para os cotistas e o interesse social da companhia investida. Por exemplo, um fundo pode ser tentado a votar pela distribuição de dividendos extraordinários que comprometam a capacidade de investimento da companhia ou sua solvência futura. França (2022) destaca que essa tensão exige uma análise casuística e ponderada por parte do gestor.

O conflito de agência se manifesta quando há divergência entre os objetivos do gestor (agente) e dos cotistas (principais), não necessariamente por má-fé, mas por desalinhamento de incentivos. Um gestor pode, por exemplo, evitar votar contra a administração de uma companhia investida para não prejudicar relacionamentos comerciais futuros. Yazbek (2023) observa que a regulação eficaz deve tratar tanto dos conflitos de interesses explícitos quanto dos implícitos, decorrentes do próprio desenho institucional das gestoras.

## 2.3 A REGULAÇÃO DA CVM SOBRE O EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO E CONFLITOS DE INTERESSE

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem desempenhado um papel proativo na disciplina do exercício do voto pelos investidores institucionais. A Resolução CVM nº 175/2022 reforça e detalha os deveres fiduciários dos prestadores de serviços essenciais dos fundos, notadamente o administrador e o gestor. O art. 106 da referida norma estabelece explicitamente que esses prestadores devem atuar com probidade, boa-fé, diligência e lealdade, sempre no melhor interesse do fundo e de seus cotistas.

Um dos pontos centrais da Resolução nº 175/2022 é a exigência de que as gestoras de fundos adotem e divulguem uma Política de Exercício de Direito de Voto (*Proxy Voting Policy*). Essa política deve descrever os princípios gerais e os procedimentos específicos que serão observados pelo gestor na tomada de decisões de voto em assembleias de companhias investidas.

A CVM tem enfatizado a importância da transparência e da segregação de funções como pilares para a prevenção de conflitos. A Resolução nº 175/2022 reforça a necessidade de que as instituições implementem mecanismos de Muralhas da China (*Chinese Walls*), visando impedir o fluxo de informações privilegiadas entre diferentes departamentos da mesma instituição.

## 2.4 ANÁLISE DE CASOS E A JURISPRUDÊNCIA DO COLEGIADO DA CVM

A atuação do Colegiado da CVM, por meio de seus julgamentos em Processos Administrativos Sancionadores (PAS), tem sido um vetor crucial para a interpretação e aplicação das normas relativas ao conflito de interesses no exercício do voto.

Uma das discussões mais recorrentes na jurisprudência da CVM refere-se à distinção entre o conflito formal e o conflito material de interesses. O conflito formal ocorre quando a própria posição do acionista ou gestor, por si só, gera um impedimento legal para o exercício do voto, independentemente da intenção ou do resultado da deliberação. A Lei das S.A., por exemplo, veda o voto do acionista em deliberações que visem à aprovação de suas próprias contas (art. 115, §1º, Lei nº 6.404/76). Por outro lado, o conflito material de interesses exige a prova de que o voto

foi exercido com o propósito de obter vantagem indevida para o votante (França, 2022).

No Processo Administrativo CVM nº RJ2014/13441, o Colegiado analisou a conduta de um gestor de fundo de investimento imobiliário (FII) que, em tese, teria votado em assembleia para beneficiar um grupo econômico relacionado, em detrimento dos cotistas. A decisão reafirmou a importância do dever de lealdade e a necessidade de que o gestor se abstenha de votar em situações de conflito, sob pena de responsabilização civil e administrativa. Em outros casos relevantes, a CVM tem aplicado multas pecuniárias significativas e, em situações mais graves, a inabilitação para o exercício de cargos no mercado de capitais.

### **3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, ÉTICA E RESPONSABILIDADE SOCIAL**

#### **3.1 MECANISMOS DE GOVERNANÇA PARA MITIGAÇÃO DE CONFLITOS**

A mitigação dos conflitos de interesse no âmbito dos fundos de investimento não se restringe à mera observância de proibições legais, mas exige a implementação de um conjunto robusto de mecanismos de governança interna e externa. A adoção de boas práticas de governança corporativa é, portanto, um pilar fundamental para a credibilidade e a sustentabilidade do mercado de capitais (IBGC, 2023).

As Muralhas da China (*Chinese Walls*) representam um dos mais importantes mecanismos de governança para prevenir o uso indevido de informações privilegiadas em instituições financeiras que atuam em diversas frentes. Trata-se de uma segregação física e informacional rigorosa entre diferentes departamentos ou áreas de negócio de uma mesma instituição. A Resolução CVM nº 175/2022 reforça a necessidade de que as instituições que prestam serviços a fundos de investimento implementem políticas e procedimentos eficazes para o estabelecimento e a manutenção dessas barreiras.

Os Comitês de Investimento Independentes, órgãos colegiados compostos por membros que não possuem vínculos diretos com o grupo econômico da gestora ou com as companhias investidas, têm a função de validar decisões estratégicas, revisar políticas de investimento, avaliar potenciais conflitos de interesse e deliberar sobre o

exercício do voto em situações complexas. Sua existência adiciona uma camada de governança e supervisão, servindo como um contrapeso ao poder discricionário do gestor individual.

As Políticas de *Compliance* e Auditoria são essenciais para garantir a aderência das operações dos fundos às normas legais, regulatórias e aos próprios regulamentos. A Resolução CVM nº 175/2022 estabelece requisitos rigorosos para a auditoria independente dos fundos, reforçando a importância desse mecanismo para a proteção dos cotistas e a integridade do mercado.

Além dos mecanismos já mencionados, a Resolução CVM nº 175/2022 permite que os regulamentos dos fundos prevejam a criação de Conselhos Consultivos ou Comitês de Cotistas. Esses órgãos, integrados por representantes dos próprios investidores, exercem função de supervisão e aconselhamento, podendo ser convocados para deliberar sobre situações que envolvam potencial conflito de interesses ou decisões de grande impacto para o patrimônio do fundo.

### 3.2 A DIMENSÃO ÉTICA DA DECISÃO DO GESTOR

Para além da conformidade estrita com as leis e regulamentos, a atuação do gestor de fundos de investimento é permeada por uma profunda dimensão ética. Esta dimensão transcende o legalmente exigível, alcançando o campo da responsabilidade moral e da integridade na tomada de decisões. A gestão de recursos de terceiros, especialmente em um contexto de assimetria de informações e complexidade de mercado, impõe ao gestor um padrão de conduta superior, fundamentado na confiança que lhe é depositada pelos cotistas.

O gestor atua como um *fiduciary*, um zelador (*steward*) de recursos alheios. Essa posição de confiança exige que suas ações sejam guiadas não apenas pela busca do lucro, mas também por princípios de honestidade, transparência, imparcialidade e boa-fé. A ética na gestão fiduciária implica reconhecer que as decisões tomadas afetam diretamente a vida e o patrimônio de milhares de investidores, muitos dos quais dependem desses recursos para sua aposentadoria, educação ou outros projetos de vida (Crossman 2024; Coelho, 2015).

A dimensão ética manifesta-se de forma mais evidente em situações em que a lei é omissa ou ambígua. Nesses casos, o gestor deve orientar-se pelo princípio da

Primazia do Interesse do Cotista, colocando os interesses do fundo e de seus investidores acima de qualquer interesse pessoal, corporativo ou de terceiros. A reputação da gestora no mercado é um ativo intangível de valor inestimável, e a percepção de condutas antiéticas pode ter consequências devastadoras.

Yazbek (2023) ressalta que a regulação do mercado financeiro e de capitais não pode prescindir de um substrato ético, sob pena de se tornar um conjunto de regras formais passíveis de contorno criativo. A ética deve ser o alicerce sobre o qual se constrói o arcabouço normativo, e não um elemento externo ou acessório a ele.

### 3.3 A INTEGRAÇÃO DE FATORES ESG (AMBIENTAL, SOCIAL E GOVERNANÇA) NA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS E NO VOTO

A integração de critérios Ambientais, Sociais e de Governança (ESG) nas decisões de investimento e no exercício do voto representa uma das mais significativas evoluções do dever fiduciário no mercado de capitais contemporâneo. No Brasil, a CVM e a ANBIMA têm desempenhado um papel ativo na promoção e regulamentação das finanças sustentáveis, reconhecendo que os riscos e oportunidades relacionados ao ESG são, em última instância, riscos e oportunidades financeiras (CVM, 2023).

A premissa fundamental da integração ESG é que fatores ambientais, sociais e de governança podem impactar significativamente o desempenho financeiro e a sustentabilidade de uma empresa no longo prazo. Ignorar esses fatores seria, portanto, uma falha no dever de diligência do gestor. A Resolução CVM nº 175/2022, ao exigir maior transparência e detalhamento das políticas de investimento e de voto, indiretamente incentiva os fundos a considerarem esses fatores. No plano internacional, os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) das Nações Unidas estabelecem que a incorporação de fatores ESG na análise de investimentos é compatível com o dever fiduciário.

No exercício do voto, a integração ESG se manifesta em posicionamentos ativos dos gestores de fundos em assembleias de acionistas, incluindo votos em prol da divulgação de metas de descarbonização, apoio a propostas que busquem aumentar a representatividade de gênero e raça nos conselhos de administração e votos contra o acúmulo de cargos de presidente do conselho e diretor-executivo. O

conceito de *stewardship* sustentável propõe que o gestor deve utilizar sua influência não apenas para maximizar o retorno financeiro, mas também para pressionar as companhias investidas a adotarem práticas responsáveis (Crossman, 2024).

A crescente popularidade do ESG trouxe consigo o risco do *greenwashing*: a prática por meio da qual empresas ou fundos se autodenominam "sustentáveis" sem, de fato, possuírem práticas ou investimentos que justifiquem tal rótulo. A CVM, atenta a esse risco, tem buscado combatê-lo por meio da Resolução CVM nº 175/2022, que exige que fundos que se autodenominam "ESG" ou "Sustentáveis" comprovem sua metodologia de análise e integração de fatores ESG. A regulação do *greenwashing* é, portanto, uma extensão do próprio dever de lealdade: o gestor que atribui ao seu fundo uma qualidade ESG que ele não possui está, em última análise, enganando seus cotistas e violando o dever de agir com boa-fé e transparência.

## CONCLUSÃO

O presente estudo buscou analisar o dilema fiduciário enfrentado pelos gestores de fundos de investimento no mercado de capitais brasileiro, com foco no exercício do direito de voto e na mitigação de conflitos de interesse. A pesquisa demonstrou que a ascensão dos investidores institucionais transformou profundamente a dinâmica das assembleias gerais de acionistas, elevando o papel do gestor de um mero alocador de recursos a um agente central da governança corporativa das companhias investidas.

Em resposta à problemática levantada — de que forma os deveres de diligência e lealdade impostos ao gestor de fundos de investimento pela regulamentação da CVM são suficientes para mitigar os conflitos de interesse no exercício do direito de voto, e qual o papel da ética institucional e dos critérios ESG nesse processo —, a pesquisa revelou que a regulação, embora robusta, não é por si só suficiente. A análise da Resolução CVM nº 175/2022 demonstrou que o marco normativo estabelece mecanismos relevantes, como a exigência de políticas de voto, a segregação de funções e a transparência na divulgação de decisões, que contribuem significativamente para a mitigação dos conflitos. Contudo, a jurisprudência do Colegiado da CVM evidenciou que situações de conflito continuam a ocorrer mesmo

em ambientes regulados, o que demonstra que a norma, isoladamente, não alcança a plenitude da proteção almejada.

No que se refere às hipóteses, estas se confirmaram. A primeira hipótese — de que a Resolução CVM nº 175/2022 estabelece um robusto arcabouço normativo para o exercício do voto pelos gestores de fundos — mostrou-se verdadeira, uma vez que a norma consolida deveres fiduciários expressos, impõe políticas de voto e exige segregação de funções. A segunda hipótese — de que a mera observância formal das regras não é suficiente para garantir a plena proteção dos cotistas, demandando também uma cultura ética institucional sólida e a integração substantiva de critérios ESG — igualmente se confirmou. A análise dos casos julgados pelo Colegiado da CVM demonstrou que o descumprimento dos deveres fiduciários ocorre, muitas vezes, não pela ausência de normas, mas pela fragilidade da cultura ética das instituições gestoras.

A investigação também destacou a crescente relevância da integração de fatores ESG como componente indissociável do dever fiduciário contemporâneo. O exercício do voto orientado por critérios de sustentabilidade não apenas atende a uma demanda ética da sociedade, mas atua como uma ferramenta de gestão de riscos financeiros de longo prazo. Ao mesmo tempo, o risco do *greenwashing* impõe ao gestor uma responsabilidade adicional: a de garantir que o engajamento sustentável seja substancial e não meramente retórico.

Diante de todo o cenário exposto ao longo desta pesquisa, defendo pessoalmente que o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro e a superação do dilema fiduciário não dependem de uma hiperinflação legislativa ou da criação de regras formais cada vez mais complexas. Entendo que o caminho regulatório eficiente deve convergir para o fortalecimento de uma cultura real de gestão responsável, respaldada por uma fiscalização de conduta muito mais ativa por parte da Comissão de Valores Mobiliários. Sustendo ser imperativo que a autarquia avance no combate rigoroso ao *greenwashing* retórico e fomenta o engajamento societário autêntico por parte dos investidores institucionais. Portanto, concluo que somente através da prevalência da ética sobre a mera conformidade burocrática será possível assegurar a integridade do sistema financeiro, a sustentabilidade corporativa de longo prazo e a efetiva proteção jurídica do pequeno poupador.

Por fim, o dilema fiduciário no exercício do voto permanece como um campo de constante evolução, exigindo vigilância contínua da CVM e um compromisso inabalável das gestoras com a integridade e a transparência. A consolidação de uma cultura de *stewardship* no Brasil é fundamental para o amadurecimento do mercado de capitais, garantindo que o poder de voto dos fundos de investimento seja exercido em prol da eficiência econômica, da responsabilidade social e da confiança de todos os participantes do sistema financeiro.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, G. A Business Judgment Rule no Direito Societário Brasileiro. Dissertação de Mestrado. São Paulo: Insper, 2022.

ANBIMA. Investimento dos brasileiros cresce 6,8% e atinge a marca de R\$ 7,9 trilhões em 2025. Disponível em: <<https://www.anbima.com.br>>. Acesso em: 2025.

BAGGIO SILVA, P. K.; DAL POZZO, E. L. Os deveres de diligência, lealdade e sigilo dos administradores nas operações de M&A. Revista Percurso, 2015.

BERNARDES, L. P. Dever de diligência dos administradores de companhias abertas. Dissertação de Mestrado. São Paulo: USP, 2021.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, 1976.

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica. Diário Oficial da União, Brasília, 2019.

COELHO, A. R. A Indústria de Fundos de Investimento no Brasil: análise da relação fiduciária entre gestor e cotista. Dissertação de Mestrado. São Paulo: FGV, 2015.

CROSSMAN, Matt. Stewardship: the central responsibility of the sustainable investor. Sustainable Investor, Rathbones Group, 2024. Disponível em: <<https://www.rathbones.com>>. Acesso em: 2024.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm>>. Acesso em: 2025.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Caderno CVM 03: Fundos de Investimento. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm>>. Acesso em: 2025.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/13441. Decisão do Colegiado. Rio de Janeiro, 2015.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. Comentada. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de Interesses na Assembleia Geral de Acionistas. São Paulo: Malheiros, 2022.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LOPES, P. P. A modulação das hipóteses de responsabilização do administrador por violação ao dever de diligência. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: UERJ, 2021.

MARTINS NETO, C. Natureza jurídica dos fundos de investimento. In: Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

PAVIA, E. C. Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento privado. Dissertação de Mestrado. São Paulo: PUC-SP, 2020.

PORTO, M. M. Natureza jurídica dos fundos de investimento. Observatório Latino-Americano, 2024.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2023.