

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

LUCCA FREIRIA CABRINI

RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADORES E GESTORES EM FUNDO DE  
INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO (FIP)

São Paulo  
2022

LUCCA FREIRIA CABRINI

RESPONSABILIDADE DE ADMINISTRADORES E GESTORES EM FUNDO DE  
INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO (FIP)

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao curso de Direito, Direito Empresarial, da PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO, como requisito parcial para a Obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Fábio Costa Couto Filho

São Paulo

2022

Dedico este trabalho aos meus pais, irmãos, familiares e amigos que sempre me incentivaram durante a graduação e o desenvolvimento deste projeto.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço aos meus pais e irmãos, pelo apoio incondicional durante todo o período de graduação, ainda mais durante o período de isolamento por conta da pandemia, pelas ajudas, conselhos e incentivos durante o desenvolvimento deste trabalho. Aos professores, pelas correções e ensinamentos que me permitiram apresentar um melhor desempenho no meu processo de formação profissional ao longo do curso. Aos amigos, que sempre estiveram ao meu lado, pela amizade incondicional e pelo apoio demonstrado ao longo de todo o período em que me dediquei a este trabalho. Aos meus colegas de turma, por compartilharem comigo tantos momentos de descobertas e aprendizado e por todo o companheirismo ao longo deste percurso.

## RESUMO

O trabalho trata da responsabilidade de administradores e gestores em Fundos de Investimento em Participações, tratado na Instrução CVM nº 578/2016. Será feita a exposição sobre o conceito de mercado de capitais e suas características, e suas 7 áreas, (i) o mercado primário, (ii) mercado secundário, (iii) mercado à vista, (iv) mercado a termo, (v) mercado futuro, (vi) mercado de opções e o (vii) mercado derivativo. Apresentação do conceito de Fundos de Investimento, seus tipos, o (i) fundo cambial e de ouro, (ii) fundo multimercado, (iii) fundo de renda fixa, (iv) fundo de previdência, (v) fundo imobiliário, (vi) fundos em direitos creditórios e (vii) os fundos de investimento em participação, ponto focal do trabalho a ser desenvolvido, sua estrutura, sobre seu funcionamento e tributação. Além disso, haverá a análise das regras para administradores e gestores de fundos de investimento dispostas na Resolução CVM nº 21. E, ainda, a discussão da forma como deverá ocorrer a responsabilização dos administradores e gestores de fundos de investimento, sobre a luz da responsabilização objetiva ou subjetiva e a análise do conceito de bussiness judgement rule e suas aplicações nesse caso. Análise das peculiaridades da dos Fundos de Investimento em Participações, e das regras distintas dos administradores e gestores com relação aos fundos de investimento comum. O objetivo é entender como e se as diferenças apresentadas pelos fundo de investimento em participações afetam a responsabilização dos administradores e gestores dessa modalidade de fundo.

**Palavras-chave:** Mercado de Capitais; Fundos de Investimento; Fundo de Investimento em Participações; Regras para Administradores e Gestores; Responsabilidade civil; Responsabilidade Subjetiva.

## **ABSTRACT**

The work deals with the responsibility of administrators and managers in Equity Investment Funds, dealt with in CVM Instruction No. 578/2016. The exposition will be made on the concept of capital market and its characteristics, and its 7 areas, (i) the primary market, (ii) secondary market, (iii) spot market, (iv) forward market, (v) future market, (vi) options market and the (vii) derivative market. Presentation of the concept of Investment Funds, their types, the (i) foreign exchange and gold fund, (ii) multi-market fund, (iii) fixed income fund, (iv) pension fund, (v) real estate fund, (vi) credit rights fund and (vii) equity fund, focal point of the work to be developed, their structure, on their operation and taxation. In addition, there will be the analysis of the rules for investment fund administrators and managers set forth in CVM Resolution No. 21, as well as the discussion of how the liability of investment fund administrators and managers should occur, in light of objective or subjective liability and the analysis of the concept of business judgment rule and its applications in this case. Analysis of the peculiarities of Equity Investment Funds, and the distinct rules of administrators and managers in relation to common investment funds. The objective is to understand how and if the differences presented by private equity funds affect the liability of the administrators and managers of this type of fund.

**Keywords:** Capital Markets; Investment Funds; Equity Investment Fund; Rules for Administrators and Managers; Liability; Subjective Liability.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

|          |                                                                                                     |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CVM      | Comissão de Valores Mobiliários                                                                     |
| FIP      | Fundo de Investimento em Participações                                                              |
| FIP-IE   | Fundo de Investimento em Participações - Infraestrutura                                             |
| FIP-PD&I | Fundo de Investimento em Participações - Produção Econômica Intensiva em Pesquisa e Desenvolvimento |
| PAS      | Processo Administrativo Sancionador                                                                 |
| SEC      | Securities and Exchange Commission                                                                  |

## SUMÁRIO

|       |                                                                                             |    |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1     | <b>INTRODUÇÃO</b> .....                                                                     | 8  |
| 2     | <b>O MERCADO DE CAPITAIS</b> .....                                                          | 10 |
| 2.1   | CONCEITO E PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS .....                                                 | 10 |
| 3     | <b>FUNDOS DE INVESTIMENTOS</b> .....                                                        | 15 |
| 3.1   | CONCEITO E PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS .....                                                 | 15 |
| 3.2   | TRIBUTAÇÃO .....                                                                            | 16 |
| 4     | <b>FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP)</b> .....                                  | 18 |
| 4.1   | ESTRUTURA.....                                                                              | 19 |
| 4.2   | ENCARGOS .....                                                                              | 20 |
| 4.3   | TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES.....                                       | 21 |
| 5     | <b>ADMINISTRADORES E GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO</b> .....           | 23 |
| 5.1   | DEVERES DE ADMINISTRADORES E GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS .....                      | 23 |
| 5.1.1 | <b>Responsabilidade Civil de Administradores e Gestores em Fundos de Investimento</b> ..... | 29 |
| 5.2   | DEVERES DE ADMINISTRADORES E GESTORES EM FIP .....                                          | 32 |
| 6     | <b>CONCLUSÃO</b> .....                                                                      | 37 |
|       | <b>BIBLIOGRAFIA</b> .....                                                                   | 40 |

## 1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho de conclusão de curso tratará da Responsabilidade de Administradores e Gestores dos Fundos de Investimento em Participação. O foco será na análise das responsabilidades e obrigações dos gestores e administradores nos Fundos de Investimento em Participações.

Os fundos de investimentos em participações são os condomínios de recursos destinados a investir em empresas, usualmente, de sociedades limitadas ou ainda sociedades anônimas de capital fechado.

O mercado de capitais é regulado por uma autarquia federal, a Comissão de Valores Mobiliários ou “CVM”, criada pela Lei 6.385/1976. Lei que além da criação da CVM regula e dispõe sobre os conceitos básicos do Mercado de Capitais no Brasil. Nesse momento, há a definição de conceitos importantes como os valores mobiliários, sua distribuição, negociação no mercado, a administração de carteiras e custódia de valores mobiliários.

Ainda, a Lei 6.385/1976 em seu art. 23 que o exercício profissional da administração de carteiras assim como a gestão de recursos de valores mobiliários estará sujeito a prévia autorização da CVM, estabelecendo também as regras de atuação e remuneração.

Dentro do ambiente da CVM, os fundos de investimento, de maneira geral, são regulados pela Instrução CVM nº 555/2014 e são conhecidos como “Fundos 555”, a referida instrução trata das regras de atuação e funcionamento de todos os tipos de fundo de investimentos no mercado de capitais brasileiro, salvo exceções como os Fundos de Investimento em Participações.

Entretanto, a Instrução CVM nº 578/2016 dispõe sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos de Investimento em Participações, sendo inclusa a regulação de administradores e gestores de FIPs. A sua análise se torna interessante devido a diferença aferida pelo legislador ao diferenciar os deveres e obrigações dos gestores e administradores nesse tipo de fundo de investimento.

Quanto as responsabilidades e regras de atuação dos administradores a CVM regula esses pontos na Resolução nº 21/2021, conforme o seu art. 1º:

“Art. 1º Esta Resolução dispõe sobre a administração profissional de carteiras de valores mobiliários, que consiste no exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.” (CVM)

Dentro desse tema serão analisados os deveres, direitos e obrigações dos administradores e gestores nos FIPs, mas principalmente sua responsabilidade, tendo em vista a diferença entre a regulação das responsabilizações apresentadas em casos nos quais os tipos de fundo de investimento diferentes.

A Instrução CVM nº 578/2016 em seu capítulo VI descreve a administração e gestão dos Fundos de Investimento em Participação, exemplificando a diferença apresentada acima.

A referida diferenciação entre as características desses agentes do mercado, ainda que na mesma categoria se dá devido a algumas características particulares atribuídas aos fundos de investimento em participação, as quais serão analisadas e estudadas no decorrer deste trabalho.

Os administradores de FIPs devem respeitar algumas peculiaridades da regulação aplicada a esse tipo de fundo de investimento, que, dentre outras peculiaridades, é uma modalidade de investimento vedada a investidores qualificados e profissionais devido ao seu alto risco e volatilidade de retorno. Afinal, ao investir em sociedades limitadas que tem perspectiva de crescimento.

## 2 O MERCADO DE CAPITAIS

### 2.1 CONCEITO E PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

O mercado de capitais é a matéria, constituída por um conjunto de instrumentos, agentes econômicos e instituições, que possuem o objetivo de mobilizar recursos de pessoas físicas, empresas e outras unidades econômicas com o intuito de promover sua alocação eficiente para financiar a produção, a comercialização e o investimento das empresas e o consumo das famílias.

Segundo Juliano Pinheiro:

"O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

O surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. Desse modo, seu surgimento foi fundamentado em dois princípios:

- contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada; e
- permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia." (PINHEIRO, 2019).

O mercado de capitais pode ser dividido em 7 áreas, (i) o mercado primário, (ii) mercado secundário, (iii) mercado à vista, (iv) mercado a termo, (v) mercado futuro, (vi) mercado de opções e o (vii) mercado derivativo. O mercado primário do mercado de capitais consiste na oferta inicial de valores mobiliários emitidos por uma empresa, ou seja, são as negociações feitas sobre novos títulos emitidos no mercado negociados diretamente entre a companhia e o investidor.

Após a negociação do título no mercado primário o investidor pode tentar reaver o investimento feito revendendo o título adquirido. Esse movimento constitui o mercado secundário, no qual a empresa que emitiu o título não participa em momento algum da negociação do título.

Por sua vez, o mercado à vista se assemelha muito com as operações do mercado de bens comuns. O mercado de capitais pode ter o pagamento para adquirir um bem à vista ou à prazo similarmente ao mercado de bens comuns. Nesse tipo de operação o pagamento do título ocorre em sua totalidade no momento da compra.

Ao contrário, o mercado a termo representa a opção inversa da explicada acima, no mercado a termo os valores negociados são pagos em prestações, da mesma forma que se assemelha o pagamento de parcelas de uma compra, por exemplo. Nessa hipótese, é assumido um compromisso de compra e venda de certa quantidade de determinado ativo. Cria-se um vínculo entre as partes até o cumprimento total do contrato firmado.

Surgindo como uma evolução do mercado a termo temos o mercado futuro, no qual os participantes se comprometem a comprar ou vender certa quantidade de um ativo por um preço estipulado para a liquidação em data futura. Sua principal diferença com o mercado a termo resta sobre a liquidação dos compromissos. No mercado a termo os compromissos são liquidados apenas no vencimento do contrato, enquanto no mercado futuro os compromissos são ajustados diariamente de acordo com as variações de preços dos contratos para apuração das perdas de um lado e dos ganhos do outro, realizando-se a liquidação das diferenças do dia.

O mercado de opções tem um aspecto temporal semelhante ao mercado futuro ou a termo, porém o que é objeto da negociação não é um bem propriamente dito. São contratos que negociam a opção de comprar ou vender um bem, chamado de ativo-objeto, por um preço fixo, em determinada data. Ou seja, o valor a ser pago pela opção não é o valor destinado a compra do ativo, esse valor pago pela opção é conhecido como prêmio.

As opções negociadas na Bolsa ou no mercado de balcão, possuem características padronizadas e o seu prazo para vencimento é estipulado pela própria Bolsa, assim como as garantias de cobertura e margem do negócio exigidas de quem negocia as opções. Os contratos de opções não padronizados são negociados no mercado de balcão, neste caso, quem define o prazo, as garantias e demais características são os compradores e vendedores que as negociam.

São exemplos de derivativos os contratos a termo, opções e futuro, já explorados brevemente no presente trabalho. Além dos mencionados, o tipo de

derivativo mais comum é o Swap. Esse tipo de acordo negocia a troca de rentabilidade entre os dois ativos. Na prática, ocorre uma troca entre o fluxo de caixa, considerando a rentabilidade de um dos ativos em comparação com o outro. O objetivo nesse cenário é reduzir os riscos para quem está envolvido na operação. Por exemplo, em um contrato de swap de ouro contra Ibovespa, principal índice de ações do mercado brasileiro. Se na data de vencimento do contrato o ouro tiver uma valorização abaixo da variação do Ibovespa, quem comprou Ibovespa e vendeu ouro receberá a diferença de rentabilidade. Já se o retorno do ouro for superior à variação do Ibovespa, ganha a diferença quem comprou ouro e vendeu Ibovespa.

Dentro desse ambiente, existem diversos entes, dispositivos e agentes que constituem o mercado de capitais, existem os fundos de investimento, que são grupos, ou “condomínios” de investidores. Eles são agentes do mercado financeiro, com deveres e direitos similares a qualquer outro investidor, sendo diferenciado pela natureza de pessoa jurídica. Os fundos possuem a autonomia para investir em diversos mercados e tipos de ações, entretanto existem algumas regras que devem ser respeitadas, principalmente, com o foco na proteção do investidor pessoa física.

O investimento nessa modalidade é feito através da aquisição de cotas do fundo, sendo cada cota responsável pela quantidade de investimento e pela rentabilidade do seu investimento. Os fundos podem adotar várias características, mudando assim, sua nomenclatura, temos, entre os principais, o (i) fundo cambial e de ouro, (ii) fundo multimercado, (iii) fundo de renda fixa, (iv) fundo de previdência, (v) fundo imobiliário, (vi) fundos em direitos creditórios e (vii) os fundos de investimento em participação, ponto focal do trabalho a ser desenvolvido.

Os fundos cambiais são aqueles em que o objetivo é investir em ativos atrelados a moedas estrangeiras. Eles têm a finalidade de proteger os investidores contra as flutuações de sua moeda nacional em relação à uma moeda estrangeira que tenha maior força na economia mundial.

Nos fundos multimercado os investimentos são feitos em diversos mercados, ou seja, pode ser investimentos em renda física e renda variável dentro da mesma carteira. Já os fundos de renda fixa, aplicam, de maneira simplificada, em troca de receber juros no futuro.

Os fundos previdenciários, por sua vez, tratam de investimentos na previdência privada, desse modo, existem tipos diferentes de fundos de previdência,

a saber: (a) planos de benefício definido; (b) contribuição definida; e (c) contribuição variada.

O fundo previdenciário de benefício definido tem o valor do benefício que será recebido pelo investidor estabelecido no ato de sua adesão, com o cálculo feito baseado em fórmulas previstas no regulamento dos fundos. Devido a definição do valor no momento de adesão, o valor das contribuições pode variar ao longo do tempo. De modo que é criada responsabilidade coletiva, portanto, todos os déficit e lucros

Por sua vez, os fundos previdenciários de contribuição definida atuam de forma diferente. O valor do benefício será definido apenas no momento do pagamento ao beneficiário. O montante do beneficiário dependerá do valor das contribuições e da rentabilidade dos investimentos realizados. Dessa forma, as contribuições se tornam individuais e seu benefício no futuro estão ligados a elas.

Por fim, os fundos previdenciários de contribuição variável usam características de ambos os métodos descritos acima, assim podendo ter como bases as contas individuais e ao mesmo tempo uma contribuição vitalícia no período de usufruto.

Já os fundos imobiliários funcionam com dinheiro aplicado é usado na construção ou na aquisição de imóveis, que depois sejam locados ou arrendados. Os ganhos obtidos com essas operações são divididos entre os participantes, na proporção em que cada um aplicou.

E os fundos de investimentos em direitos creditórios, é um Fundo de Investimento que aplica em títulos de créditos formados por contas a receber de uma empresa.

E, finalmente, o objetivo de um fundo de investimento em participações é participar do processo de decisão das companhias nas quais ele investe. Os fundos de investimento em participações também têm como foco investir em empresas em fase de desenvolvimento – injetando dinheiro nesses empreendimentos. Nesse sentido, Carlos Martins Neto descreve que:

"Os fundos de investimento em participações consistem em mecanismo de investimento coletivo destinado a aplicar recursos em negócios da economia real, por meio da aquisição de valores mobiliários emitidos por companhias, abertas ou fechadas, além de títulos representativos de participação em sociedades limitadas." (NETO, 2018).

Desse modo, o investimento em FIPs apresenta elevado risco para o investidor, pois, existe uma perspectiva de retorno a médio ou longo prazo, e o retorno ocorrerá apenas se a sociedade investida obter o desempenho esperado, rentabilidade e a possibilidade de lucro na venda dos valores mobiliários adquiridos pela FIP com lucro.

A Instrução CVM nº 578/2016 dispõe sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos de Investimento em Participações, sendo inclusa a regulação de administradores e gestores de FIPs. A sua análise se torna interessante devido a diferença aferida pelo legislador ao diferenciar os deveres e obrigações dos gestores e administradores nesse tipo de fundo de investimento.

### 3 FUNDOS DE INVESTIMENTOS

#### 3.1 CONCEITO E PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS

Como explicado na introdução acima, os fundos de investimento são como grupos ou condomínios de investidores que funcionam investindo e agindo como se fossem um indivíduo no mercado financeiro. Estes agentes constituídos por vários investidores vão operar em diferentes modalidades de investimentos.

O montante do capital dos investidores constitui o patrimônio do fundo, que será utilizado para aplicações em investimentos específicos por uma instituição ou profissional financeiro devidamente registrado e capacitado, o gestor. Esse gestor deve tomar decisões de acordo com os objetivos e políticas predefinidos.

Segundo Carlos Martins Neto, que define os fundos de investimento como condomínios da seguinte forma:

"O condomínio é, basicamente, um instituto de direito real, correspondente à propriedade de um bem indivisível por mais de uma pessoa. De acordo com Caio Mário da Silva Pereira, "dá-se condomínio quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes".

O Código Civil trata do condomínio geral nos artigos 1.314 a 1.330, estabelecendo a disciplina da propriedade comum da seguinte forma: cada condômino pode usar a coisa conforme sua destinação e exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, bem como reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse, alienar ou gravar a respectiva parte ideal, não podendo, contudo, alterar a destinação da coisa comum, nem dar posse, uso ou gozo dela a estranhos sem o consenso dos outros condôminos." (NETO, 2018).

Esse patrimônio é dividido em cotas, ou seja, a aplicação será feita por meio da compra dessas cotas, exemplificando se o investidor quiser investir vinte mil reais, esse deve comprar vinte cotas de mil reais ou o equivalente.

O retorno obtido por esses grupos de investidores é dividido entre eles, na proporção do valor depositado por cada um. O referido retorno vai determinar se os investimentos foram bem-sucedidos ou não, o que será utilizado como métrica para aferir a valorização ou desvalorização das cotas dos fundos.

Existem algumas características importantes de serem avaliadas sobre os fundos de investimento, como as regras de concentração de investimento, que basicamente controla a quantidade de investimento que pode ser feito num mesmo ativo ou em ativos de uma mesma fonte.

Podem investir no máximo 20% do patrimônio em ativos emitidos por uma mesma instituição financeira, caso sejam empresas de capital aberto e outros fundos, o limite é de até 10% do patrimônio, e de 5% para os demais emissores. Não há limite apenas para títulos públicos federais.

Outro ponto importante são as taxas de administração e de performance cobradas dos investidores com o intuito de remunerar os prestadores de serviços dos fundos, como os administradores e gestores, por exemplo. A taxa de administração tem importância por refletir diretamente no retorno do seu investimento, pois, esse valor será descontado do retorno obtido e determinará o lucro obtido. Essa taxa é cobrada gradativamente ao longo do ano e podem variar de 0,5% a 4% do valor investido anual.

Assim como a taxa de administração, a taxa de performance é extremamente importante por ser relacionada diretamente com o sucesso e o retorno obtido pelo investimento. Consiste numa remuneração cobrada pelo administrador do fundo nos casos em que a rentabilidade é superior à um valor previamente combinado. Essa cobrança será feita no valor excedente obtido em relação ao lucro previsto.

### 3.2 TRIBUTAÇÃO

Uma última característica a ser levantada se relaciona com a tributação nos fundos de investimento, os principais tributos que incidem são o Imposto de Renda e o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras). Sendo o primeiro tributo incidente sobre o lucro obtido pelo investimento, que neste caso são divididos em fundos de longo prazo, curto prazo e fundos de ações.

A tributação dos fundos de curto e de longo prazo segue uma tabela regressiva conforme a permanência do investidor na aplicação. Ou seja, o investidor pagará menos Imposto de Renda caso mantenha seu dinheiro investido por mais tempo. O IR é cobrado na fonte e recolhido pelo administrador, e acontece semestralmente. Os administradores calculam quanto os investidores devem de imposto considerando a menor alíquota aplicada em cada categoria e a cobrança é feita recolhendo cotas do fundo.

Os fundos de ações têm uma esquematização simplificada, na qual incide uma alíquota única de 15% do IR sobre o rendimento obtido e cobrado no momento do resgate das cotas.

Quanto ao IOF incide exclusivamente nos resgates feitos num período inferior a trinta dias contados da data de sua aplicação. Sua alíquota pode variar em cifras muito expressivas entre 96% e 0% a depender do prazo de resgate.

#### **4 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP).**

Os Fundos de Investimento em Participações serão o ponto focal do trabalho aqui desenvolvido, que é motivada pelas características especiais que essa modalidade de fundos de investimentos. Como o próprio nome indica os FIPs investem em participações de empresas, por isso, podem ser chamados de Fundos de Private Equity (capital privado).

O principal alvo de fundos de investimentos em participações são empresas e projetos em desenvolvimento, isso pode trazer alta rentabilidade ao negócio assim como um alto risco. Os FIPs têm outro aspecto importante, são condomínio de investimento do tipo fechado, ou seja, as cotas resgatas no fim de sua duração ou quando a assembleia de cotistas deliberar sobre a sua liquidação.

O meio que os FIPs utilizam para investir nessas empresas são ações, debêntures, bônus de subscrição ou qualquer título conversível em ações de empresas. Dessa forma, os FIPs acabam investindo majoritariamente em empresas que não possuem capital negociado na bolsa, esse ponto específico ajuda aos fundos a participar mais ativamente do dia a dia das empresas investidas, controlando de forma mais direta o capital investido.

Os fundos de investimento em participação possuem restrições impostas pela CVM sobre quem poderá investir, devido ao seu elevado risco e baixa liquidez do investimento, devido ao resgate do fundo não poder ser feito a qualquer momento. A CVM tem como princípio proteger o investidor comum, conhecido como investidor de varejo, de ofertas de valores mobiliários consideradas de alto risco. Sendo assim, apenas investidores qualificados e profissionais podem investir nesse tipo de fundo de investimento.

Caracterizamos os investidores qualificados como aqueles que possuem pelo menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) investido em ativos financeiros. Por outro lado, investidores profissionais são instituições financeiras que atuam no ramo de investimentos, e são devidamente listados e registrados pela CVM.

Existem diversos prós e contras com relação aos FIPs, uma das maiores vantagens, e já descritas aqui, é o alto potencial de rentabilidade do investimento por ser focado em empresas em crescimento. Participando de todo o amadurecimento

da empresa, podendo levá-la até o IPO que pode ser revertido em parcela do lucro revertido na oferta inicial da empresa.

Outra grande vantagem é a participação dos fundos na vida ativa da empresa, seja pelo acordo de acionistas ou a presença no bloco de controle da empresa, o FIP sempre estará presente na gestão da empresa, podendo moldar as atividades da empresa investida da forma que o gestor do FIP acha mais benéfica para alcançar os resultados almejados pelos acionistas do FIP.

Sobre as desvantagens, os FIPs sofrem com falta de liquidez financeira, ou seja, o acionista não pode simplesmente resolver resgatar a qualquer momento e receber seu dinheiro de volta. Se for necessário, o cenário ideal seria vender as cotas investidas para receber o valor equivalente.

Diante dessas características, o investimento em FIPs é ideal e restrito para investidores experientes que procuram por retornos a longo prazo, pois será necessário manter o foco na empresa durante o período de amadurecimento da empresa, para só posteriormente receber o devido retorno, caso a empresa evolua da forma que se imagina.

#### 4.1 ESTRUTURA

A estrutura desses fundos é extremamente flexível, pois pode adquirir diversas estruturas. Pode ser composta por apenas um acionista ou por vários investidores qualificados e/ou profissionais através de uma oferta pública de investimentos. Uma das únicas estruturas necessárias será a contratação de uma auditoria independente para que sejam avaliadas as demonstrações financeiras do fundo. Diante disso, o fundo tem como custos são de administração, contabilidade e auditoria, que normalmente chegam a 2,5% do patrimônio do fundo.

Um último ponto sobre a estrutura dos FIPs é a assessoria especializada com a função de garantir que as normas da Instrução CVM nº 578, que regula os fundos de investimento em participações, sejam cumpridas em sua totalidade.

Sobre a tributação dos FIPs, existe um incentivo fiscal para o investimento em FIPs que tem como objeto tecnologia, energia, infraestrutura e outros setores que sejam estratégicos para o governo federal. Com o incentivo, as pessoas físicas que investirem nesses fundos serão isentas do pagamento de 15% sobre o lucro da

venda. Entretanto, as pessoas jurídicas e investidores institucionais, não receberão a isenção e deverão pagar o imposto de 15% sobre o lucro no momento da venda.

#### 4.2 ENCARGOS

O art. 45 da Instrução Normativa CVM nº 578/2016 dispõe sobre os encargos trazidos pelos Fundos de Investimento em Participações, que diferem em alguns casos dos encargos dos demais fundos de investimento.

Temos (i) emolumentos, encargos com empréstimos e comissões pagos por operações do fundo; (ii) taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; (iii) registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução; (iv) correspondência do interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas; (v) honorários e despesas dos auditores encarregados da auditoria das demonstrações contábeis do fundo; (vi) honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, imputada ao fundo, se for o caso; (vii) parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções; (viii) prêmios de seguro, bem como quaisquer despesas relativas à transferência de recursos do fundo entre bancos; (ix) inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento; (x) inerentes à realização de assembleia geral de cotistas, reuniões de comitês ou conselhos do fundo, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento; (xi) com liquidação, registro, negociação e custódia de operações com ativos; (xii) contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento; (xiii) relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos do fundo; (xiv) contribuição anual devida às entidades autorreguladoras ou às entidades administradoras do mercado organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação; (xv) despesas

com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários; (xvi) gastos da distribuição primária de cotas, bem como com seu registro para negociação em mercado organizado de valores mobiliários; e (xvii) honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado.

#### 4.3 TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Existem quatro tipos de Fundos de Investimento em Participações, os fundos de (a) Capital Semente; (b) Empresas Emergentes; (c) Infraestrutura (FIP-IE) e Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento; e (d) Multiestratégia.

Os FIPs de Capital Semente, destinado apenas a investidores qualificados, têm como objeto o a aquisição de participação em empresas com receita bruta anual de R\$ 16.000.000,00 (dezesseis milhões de reais), por meio de valores mobiliários emitidos tanto por sociedades anônimas como por valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, caracterizando um investimento de alto risco, mas com potencial de alta rentabilidade.

Além dessa característica, se as sociedades investidas pela FIP Capital Semente forem controladas por um grupo econômico ou por outra sociedade, este não pode deter receita bruta anual superior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais) ou ativo total superior a R\$ 80.000.000,00 (oitenta milhões de reais) no encerramento do exercício social.

As limitações apresentadas acima se justificam pela dispensa de seguir as regras e práticas de governança dispostas no art. 8º da Instrução CVM nº 578/2016.

O investimento em empresas emergentes deve ser em sociedades anônimas que possuem a receita bruta anual de até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) apurado no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo sem que a receita do últimos três exercícios sociais não supere esse limite. Portanto, são empresas maiores do que as caracterizadas em FIP de Capital Semente.

Da mesma forma que os FIPs de Capital Semente, as companhias que os FIPs Empresas Emergentes devem investir em companhias que são do mesmo

grupo respeitando o limite de R\$ 240.000.000,00 para ativos totais ou a receita bruta de R\$ 300.000.000,00 de receita bruta no exercício social anterior ao primeiro aporte do FIP. E, a razão para essa característica é a mesma dos FIPs de Capital Semente, a dispensa da aplicação de regras de governança.

Já os FIP-IE e FIP-PD&I foca em empresas que desenvolvam novos projetos voltados para o ramo de infraestrutura ou produção econômica intensiva nas áreas de pesquisa e desenvolvimento, respectivamente. Ambas as modalidades devem ser projetos de energia, transporte, água e saneamento básico, além de outras áreas prioritárias pelo o Poder Executivo Federal.

De acordo com o parágrafo 2º, art. 17 da Instrução CVM nº 578/2016, são considerados projetos novos aqueles que a partir de 22 de janeiro de 2007:

"§ 2º São também considerados novos projetos:

I – os projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação implementados a partir da vigência da Lei nº 12.431, de 27 de junho de 2011, por sociedades específicas criadas para tal fim e que atendam à regulamentação do Ministério da Ciência e Tecnologia; e

II – as expansões de projetos já existentes, implantados ou em processo de implantação, desde que os investimentos e os resultados da expansão sejam segregados mediante a constituição de sociedade de propósito específico." (CVM).

Por último, os FIPs Multiestratégia é um tipo de fundo disponível apenas para investimentos profissionais, têm característica residual, podendo ser os fundos que investem alocando capital em diversos tipos de investimento e área, adotando o modelo de FIP anteriormente regulamentado pela Instrução CVM nº 391/2003.

Nesse modelo de fundos de investimento em participações, a totalidade do seu capital pode ser aportado em empresas no exterior, sem a necessidade de capital mínimo, desde que: (i) esteja expressamente prevista em seu regulamento à possibilidade de investimentos em ativos no exterior e o percentual do capital que poderá ser alocado; (ii) esteja explícita em seu regulamento quanto a exclusividade de participação de investidores profissionais; e (iii) presença do sufixo "Investimento no Exterior" em sua razão social.

Ainda, se os fundos seguirem os limites dispostos para os FIPs Capital Semente e Empresas Emergentes, as sociedades investidas pelo FIP Multiestratégia serão dispensadas de observar as práticas de governança consoantes as FIPs.

## 5 ADMINISTRADORES E GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO

### 5.1 DEVERES DE ADMINISTRADORES E GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Regulados pela Resolução CVM nº 21/2021 os administradores e gestores são prestadores de serviço que atuarão no comando dos fundos de investimento, atuando no exercício profissional de atividades direta ou indiretamente relacionadas à manutenção e gestão da carteira de valores imobiliários ligados ao fundo de investimento.

Estes agentes atuantes nos fundos de investimento podem ser pessoas naturais ou pessoas jurídicas. Caso seja pessoa natural, o registro deve atender aos seguintes requisitos, conforme o art. 3º da Resolução nº 21 da CVM:

- "I – ser domiciliado no Brasil;
- II – ser graduado em curso superior ou equivalente, em instituição reconhecida oficialmente no País ou no exterior;
- III – ter sido aprovado em exame de certificação referido no Anexo A, cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM;
- IV – ter reputação ilibada;
- V – não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC;
- VI – não haver sido condenado por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, “lavagem” de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação;
- VII – não estar impedido de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial ou administrativa;
- VIII – não estar incluído no cadastro de serviços de proteção ao crédito;
- IX – não estar incluído em relação de comitentes inadimplentes de entidade administradora de mercado organizado;
- X – não ter contra si títulos levados a protesto; e
- XI – preencher o formulário do Anexo D, de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício da atividade." (CVM).

Os deveres dos administradores e gestores dos fundos de investimentos podem ser elencados em três ordens, como define Eduardo Dotta, em obrigações

fiduciárias, relacionadas à confiança que o investidor deposita no administrador e gestor enquanto seus representantes junto ao mercado e guardião de seus recursos; obrigações administrativas, ligadas à organização dos negócios e do dia a dia do fundo e como interlocutor dos investidores junto à CVM; e as obrigações de empenho, que garantem a credibilidade do administrador e gestor no emprego dos melhores esforços na busca das melhores condições de mercado para o investidor sendo diretamente ligadas atualmente à performance do gestor de recursos.

Em conjunto os administradores e gestores dos fundos de investimento tem como dever seguir, em todas as esferas de atuação, as seguintes normas de conduta:

"I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser o formulário de informações complementares sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis. §1º Sem prejuízo da remuneração que é devida ao administrador e ao gestor na qualidade de prestadores de serviços do fundo, o administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição." (DOTTA, 2019).

Ao analisar os deveres do administrador podemos aferir que estão entre eles: a manutenção de toda documentação pertinente às operações em perfeita ordem e atualizadas, assim como os registros de cotistas, os livros de atas de assembleia e de presença de cotistas, os pareceres de auditores independentes e o registro de todos os fatos contábeis referentes ao fundo. Ainda, o administrador deverá elaborar os documentos essenciais do fundo como o regulamento, a lâmina de Informações essenciais e o formulário de informações complementares.

O administrador deve ser o meio de comunicação entre o fundo de investimento e a CVM, além de dever atestar o conhecimento do investidor no momento de ingressar ao fundo - ponto importante quando relacionarmos aos FIPs - sobre: (a) a política de investimentos e os riscos envolvidos no fundo, incluindo a assinatura de um termo de ciência quanto aos riscos da operação; (b) a situação

patrimonial do fundo, podendo haver fundo negativo no momento do ingresso do cotista; (c) a responsabilidade do cotista ao realizar aportes adicionais ao fundo, desde que haja previsão expressa desta possibilidade no regulamento do fundo.

É importante que as comunicações entre os administradores, a Autarquia e o mercado sejam claras, transparentes e objetivas. Nesse sentido, a Instrução CVM nº 555/14 dispõe que as informações prestadas devem ser (i) constantes, (ii) em linguagem clara e objetiva; (iii) equitativas, simultânea e útil aos cotistas; (iv) não garantir resultados ou isenção de riscos; e (v) segregar as informações factuais das opiniões e estimativas para o fundo.

Ao gestor de recursos é imposta uma estrita rotina de controles internos para o cumprimento das suas atividades devido ao elevado grau de risco envolvido na gestão de recursos de terceiros. Esses controles internos são acompanhados por meio de políticas de *Compliance*.

Diante disso, entende-se que da mesma maneira que são verificados o trânsito das informações, a avaliação dos riscos associados às atividades da instituição e dos investimentos realizados, deve haver a análise dos critérios e limites estabelecidos pelas políticas de investimento estão sendo atendidos. Para a verificação desses procedimentos:

"Da mesma forma, procede-se a verificação do trânsito seguro de informações dentro da instituição, a avaliação dos riscos associados às atividades da instituição e aos investimentos realizados pelos fundos, o aferimento para saber se os critérios e limites estabelecidos pelas políticas de investimento estão sendo atendidos. Realizam-se, ademais, testes periódicos para verificar a segurança e a confiabilidade dos sistemas de tecnologia da informação utilizados – especialmente em meio eletrônico – e a incorporação às medidas de controles internos de eventuais riscos novos ou anteriormente não detectados que possam prejudicar a administração e a gestão e os respectivos fundos de investimento, inclusive interferindo na política de administração de riscos" (DOTTA, 2019).

Já nos referindo mais especificamente ao *Compliance*, os administradores e gestores de fundos de investimento assumem o papel de *Gatekeepers*, que consiste no dever de assegurar o devido cumprimento do ordenamento jurídico dentro do mercado de capitais. Segundo Taimi Haensel, os *Gatekeepers* são:

"indivíduos ou instituições dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame. Tais indivíduos e instituições (...) teriam, concomitantemente, o papel de auxiliares do poder regulador tanto no

mercado primário quanto no secundário. A razão disso é que a própria existência e continuidade de seus negócios é colocada em risco ao assegurar, com garantia em sua reputação, questões como (i) a veracidade e correção das ofertas cujas informações chancela; (ii) a adequação das operações realizadas às normas vigentes; e (iii) a prestação de serviços de intermediação de maneira conforme a lei." (A Figura dos Gatekeepers. São Paulo: Editora Almedina, 2014, p. 68-69).

A CVM confirma tal entendimento no processo sancionador administrativo ("PAS") RJ2012/12201, julgamento em que Leonardo Gomes Pereira, então presidente da Autarquia, afirmou que a função dos administradores como *Gatekeepers*: *"E não é esse o comportamento que se espera das administradoras, que funcionam como verdadeiras gatekeepers das regras de funcionamento dos fundos. Pelo contrário, exige-se da administradora uma atuação sob a ótica do ceticismo, atentando-se para as red flags que colocam em dúvidas a veracidade ou regularidade das informações fornecidas e situações apresentadas"*. Além do processo supracitado, a CVM também exprime esse entendimento em outros PAS como o Processo 02/2002.

Retomando o foco as políticas de investimento e aos riscos para os fundos de investimento, principalmente a atividade do gestor de recursos, que neste caso é o principal agente designado a esse tipo de atividade dentro da administração do fundo de investimento.

O administrador e gestor devem prestar todas as informações necessárias para o investidor tomar a melhor decisão fundamentada no maior número de informações transparentes e objetivas. Possibilitando que o cotista tome a decisão que mais se adequa ao seu interesse e suas características. Por meio das políticas de investimentos que o administrador do fundo revela aos investidores e aos órgãos reguladores como serão alocados os recursos aportados pelos cotistas, ou seja, quais as aplicações comporão a carteira criada, observados os limites regulamentares, de forma a permitir o conhecimento da classificação do fundo em questão. Dessa forma, tornando o fundo e os seus objetivos mais transparentes e ganhando credibilidade com o mercado e os reguladores, pois quanto mais claros os objetivos do fundo, mais respeito é computado a seu respeito.

Essa obrigação deriva do dever de transparência e de verificação de adequação (*Suitability*) dos administradores de fundos de investimento. O que se justifica pela elevada importância desse tópico no regulamento dos fundos e nas

lâminas dos fundos de investimento, no caso dos investidores qualificados (como os FIPs).

Todas essas regras de informações prestadas servem em grande parte para classificar os fundos de investimento. Essa classificação segundo Sheila Perricone:

"é importante na medida em que a escolha desta ou daquela espécie de fundo implica definir o portfólio que irá integrar a carteira de cada um, a política de investimento, e, por consequência, o grau de risco a ser assumido e, ao final, demonstra se a instituição administradora adota uma política de investimentos agressiva, ou se é uma instituição conservadora. Assim é que, na escolha do portfólio, o administrador do fundo irá definir quais os ativos que integrarão a carteira e em que percentual (títulos públicos, privados, derivativos); em que mercado irá atuar (financeiro, de capitais, futuros); o grau de risco que irá assumir e o público-alvo. Na escolha dos ativos, irá selecionar aqueles com melhor perspectiva de rentabilidade e analisará os riscos de flutuação de seu preço no mercado, objetivando, contudo, sempre alcançar a maior rentabilidade possível" (PERRICONE, 2001).

Ademais, é importante haver a descrição ao cotista do risco envolvido nas operações dos fundos para que seja possível uma avaliação que leve a devida conferência dos seus interesses com os resultados e riscos previstos pelo regulamento do fundo. Nesse sentido:

"Ao cientificar-se do binômio "rentabilidade/risco", deve o investidor, quando do recebimento do regulamento do fundo, analisar os riscos ligados ao investimento, atrelando-os ao potencial de rentabilidade do mesmo, e não basear-se, quando da decisão de investimento, apenas nas rentabilidades históricas ou mesmo nos riscos passados ostentados pelo fundo, justamente porque, dada a oscilação mercadológica do valor dos ativos que compõem a carteira do fundo, o desempenho passado não constitui garantia do desempenho futuro de qualquer fundo de investimento" (DOTTA, 2019).

Quanto a avaliação do risco, é possível entender que o preço dos ativos vai ser alterado devido aos seguintes riscos da carteira de investimento, a saber: (i) risco de crédito; (ii) risco de liquidez; (iii) risco de mercado; (iv) risco operacional; (v) risco legal, (vi) risco político; (vii) risco de força maior; (viii) risco fora do balanço; (ix) risco inerente à utilização de derivativos; e (x) risco de concentração de emissor ou setor.

Dentre essas modalidades, é importante tratarmos para que fique claro quais os tipos de riscos envolvidos. Começando pelo risco de crédito que consiste na ponderação da possibilidade da parte contrária não cumprir suas obrigações decorrentes do título, criando a possibilidade de inadimplência.

Já o risco de mercado está associado a modificações no retorno planejado devido a diversas modificações no mercado, segundo Lauro de Araújo Silva Neto:

"Ao cientificar-se do binômio "rentabilidade/risco", deve o investidor, quando do recebimento do regulamento do fundo, analisar os riscos ligados ao investimento, atrelando-os ao potencial de rentabilidade do mesmo, e não basear-se, quando da decisão de investimento, apenas nas rentabilidades históricas ou mesmo nos riscos passados ostentados pelo fundo, justamente porque, dada a oscilação mercadológica do valor dos ativos que compõem a carteira do fundo, o desempenho passado não constitui garantia do desempenho futuro de qualquer fundo de investimento." (NETO, 2020).

As expectativas de mercado são por si só suficientes para uma possível alteração da rentabilidade de um fundo. Por exemplo, se os ativos de um fundo estiverem atrelados a variação de uma taxa futura de juros e está indicar elevação, a cota do fundo de investimento se valorizará.

O risco de liquidez deverá ser aferido a partir do acompanhamento do comportamento da demanda de valores mobiliários integrantes da carteira o fundo de investimento. Caso a demanda seja alta, a rentabilidade do fundo crescerá pois haverá a possibilidade de liquidar os ativos com mais tranquilidade.

Já o risco operacional resta acerca do erro humano, da falha de sistema, de controle interno, má avaliações, ou seja, nas palavras de Marcos Duarte Júnior:

"o risco operacional pode ser definido como uma medida das possíveis perdas em uma instituição caso seus sistemas, práticas e medidas de controle não sejam capazes de resistir a falhas humanas ou situações adversas de mercado. Dois exemplos de risco operacional são: 1) Uma subsidiária de um conglomerado industrial que toma decisões estratégicas sem consultar a matriz; 2) uma administradora de cartão de crédito que não investe recursos em base regular de forma a evitar a ação de fraudadores contra si"(colocar referência - versão word)

Por sua vez, o risco legal está relacionado a condições não regulares decorrentes de possíveis alterações na interpretação legal, por razão de uma nova orientação da doutrina ou jurisprudencial, capazes de alterar ou impossibilitar o cumprimento de uma obrigação ou de um contrato já firmado, o que pode prejudicar a rentabilidade do fundo de investimento, assim como decisões judiciais podem interferir no valor de ativos presentes na carteira do fundo.

Existem outros riscos inerentes aos fundo de investimento, como "risco de concentração de emissor ou setor, sustentando que "os riscos de concentração de investimentos em determinados emissores ou seus respectivos setores de atuação aumentam a exposição da carteira dos fundos de investimento aos riscos inerentes

a tais emissores ou setores de atuação, podendo, inclusive, aumentar a volatilidade dos fundos de investimento” (DOTTA, 2019).

Também existem os riscos ligados a instrumentos derivativos que podem implicar prejuízos expressivos, pois, por intermédio dos derivativos torna-se possível a aplicação de mais recursos do que o fundo de investimento tem e pode ocorrer uma perda superior ao patrimônio do fundo de investimento.

Existem também os riscos políticos, derivados de guerras, revoluções e mudanças políticas abruptas que podem levar a desestabilização de regimes políticos. Além dos riscos políticos podemos falar em riscos de força maior, aqueles que estão ligados à eventos catastróficos e imprevisíveis da natureza.

E, por fim, os riscos não contabilizados nas demonstrações financeiras, para Jairo Saddi, "risco de concentração de emissor ou setor, susten-tando que “os riscos de concentração de investimentos em determinados emissores ou seus respectivos setores de atuação aumentam a exposição da carteira dos fundos de investimento aos riscos inerentes a tais emissores ou setores de atuação, podendo, inclusive, aumentar a volatilidade dos fundos de investimento”.

Dessa forma, podemos demonstrar quais as atribuições e deveres dos administradores e gestores dos fundos de investimento e a enorme importância da sua atuação diligente e objetiva para o bom funcionamento dos fundos de investimento.

#### **5.1.1 Responsabilidade Civil de Administradores e Gestores em Fundos de Investimento**

Ao analisarmos a responsabilidade civil de administradores e gestores de fundos de investimento devem ser feitas algumas considerações conceituais, por exemplo, a interpretação do art. 927 do Código Civil, mais precisamente do seu primeiro parágrafo:

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

Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

A interpretação literal desse dispositivo pode levar ao entendimento que pese a adoção da responsabilidade objetiva para os casos que envolvam riscos a direitos de terceiros. Portanto, deve ser aplicada uma interpretação sistemática, que aborde a responsabilidade dos administradores e gestores de fundos de investimento com atenção ao contexto normativo envolvendo o ordenamento vigente, assim como nas normas e princípios específicos que regulam as atividades dos fundos de investimento. Para complementar, Fábio Ulhoa Coelho reforçou que:

“A interpretação sistemática resulta melhor que outras, na medida em que pressupõe a existência de um tratamento jurídico articulado de matérias relacionadas entre si. Através deste método exegético, o intérprete e o aplicador das normas jurídicas realizam renovadas referências aos princípios e normas gerais, considerando o próprio fundamento racional e axiológico do direito (...). Considerar, em suma, o conjunto de normas vigentes sobre certo assunto um sistema, isto é, um todo articulado de sentido, que permite dar aos casos concretos nelas subsumidos soluções mais ajustadas aos valores básicos da ordem jurídica” (MOSQUERA; COELHO, 1998).

Por óbvio, a simples interpretação do dispositivo legal não confere a nos a interpretação sobre qual modalidade de responsabilidade se aplicaria aos administradores e gestores de fundos de investimento. Portanto, resta a jurisprudência definir qual será o encargo da responsabilidade dos agentes estudados neste trabalho.

Destarte, é comum atribuir a responsabilidade civil objetiva aos administradores e gestores de fundos de investimento ao levar em consideração a grande quantidade de riscos envolvidos nessas operações, como estudado anteriormente.

Entretanto, ao realizarmos uma análise mais profunda da atuação dos administradores e gestores dos fundos de investimento, nota-se exatamente o entendimento contrário.

Neste ponto, é válido fazer uma pausa para analisarmos alguns pontos acerca da base normativa do mercado de capitais que são os mesmos que norteiam o código civil. E, o normativo civil em sua nova edição teve como prioridade os interesses coletivos, a obediência a boa-fé objetiva, ao comportamento moral e ético nas relações privadas.

Ao relacionarmos isso ao direito dos mercados financeiro e de capitais se encontra direcionada explicitamente à defesa dos interesses coletivos e ao

atendimento as suas funções sociais. Ao transportarmos esses princípios à regulação do mercado de capitais e mais especificamente aos fundos de investimentos prevalecerá a defesa aos interesses do cotista.

De tal maneira, os administradores e gestores de fundos de investimento devem seguir uma disciplina estrita, pois, devem defender e atuar em favor dos interesses dos cotistas que confiaram à sua administração os seus recursos. Tal regulação é cercada de várias obrigações, como o dever de transparência, dever de diligência, da adoção de controles internos eficazes e da segregação da administração e gestão dos recursos, além dos princípios da boa-fé, ética e moralidade.

Diante dessas características devemos adotar a interpretação pela responsabilidade subjetiva nos casos envolvendo administradores e gestores de fundos de investimento, pois, estes agentes não podem ser responsabilizados por danos causados na atuação correta dos seus deveres. Desse modo, a responsabilidade objetiva deve ser afastada.

"Ponderadas as responsabilidades impostas aos administradores e gestores de fundos de investimento, extraímos que a regulamentação setorial não dispõe a responsabilidade objetiva desses. Impõe, sim, normas de conduta cuja desobediência poderá implicar a responsabilização destes, caso desrespeitem, por culpa ou dolo, as obrigações que lhe são impostas para que passe a responder, para com os cotistas, perante o mercado, ou mesmo em relação à sociedade.

Nessa linha, concluímos que, de acordo com a normatização administrativa e legal dos fundos de investimento, não podem os seus administradores e gestores ser responsabilizados se agirem corretamente, dado que prestigiado foi o elemento culpa constante das normas emanadas dos órgãos reguladores, e da legislação aplicável. Portanto, não há norma especial que anteveja a responsabilidade objetiva dos administradores e gestores de fundos de investimento." (DOTTA, 2019).

Característica importante para o afastamento da responsabilidade objetiva nesses casos estudados será o dever de informação aos cotistas, estes ao aderirem aos fundos assinam termos de compromisso, de ciência e adesão e estão bem-informados dos riscos desse tipo de investimento, como a perda de capital ou necessidade de aporte.

De todo modo, há quem entenda a responsabilidade de administradores e gestores de forma diversa. Norma Parente, expõe que:

"Ambos têm responsabilidade objetiva, não sendo necessário comprovar a culpa. O simples descumprimento de seus deveres já é suficiente para que tanto o administrador como o gestor sejam responsabilizados por seus atos. Ambos têm o dever genérico de respeitar a integridade patrimonial e política dos investidores, de agir com boa-fé e lealdade, ou seja, de não prejudicar nem lesar o outro, conforme princípio derivado do direito romano, *neminem laedere*." (PARENTE, 2018).

Entretanto, a legislação vigente da CVM não nos leva a acreditar que haja uma definição entre a responsabilidade objetiva ou subjetiva das ações feitas pelo administrador ou pelo gestor dos fundos de investimento.

Portanto, não há responsabilidade dos administradores e gestores em perdas de capital sem que seja comprovada a atuação desses agentes com dolo ou culpa, devido ao risco envolvido não há como responsabilizar os administradores sem analisar subjetivamente cada caso estes agentes do mercado financeiro estão sujeitos a riscos relativos diretamente a sua atividade laboral, e a simples responsabilização sem a devida análise da atuação desse agente causará um punição injusta.

## 5.2 DEVERES DE ADMINISTRADORES E GESTORES EM FIP

Para iniciar análise dos deveres de administradores e gestores em Fundos de Investimento em Participações deve ser pontuado que o exercício da administração dessa modalidade de fundos de investimento é restrito as pessoas jurídicas, conforme a alínea "a", inciso I, parágrafo primeiro, do art. 1º da Resolução CVM nº 21, como segue abaixo:

"III – pessoa jurídica que exerça as atividades de que trata o § 2º do art. 2º exclusivamente em:

**a) fundos de investimento em participação – FIP;**

b) fundos mútuos de investimento em empresas emergentes – FMIEE;

c) fundos de investimento em cotas de fundo de investimento em participação – FICFIP;

d) fundos de investimento em participação de infraestrutura – FIP-IE;

e) fundos de investimento em participações na produção econômica intensiva em pesquisa,

desenvolvimento e inovação – FIP-PD&I; e

f) carteiras administradas" (CVM, com adaptações).

Como descrito acima, a CVM regula os fundos de investimento em participação na Instrução Normativa CVM nº 578/2016, e sua administração está disposta no Capítulo VI, mais especificamente nos arts. 32 e 33, a saber:

"Art. 32. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.

Art. 33. Somente podem ser administradores de FIP as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, conforme definido em regulamentação específica."

O administrador será a pessoa jurídica responsável por contratar os prestadores de serviços, mediante prévia e criteriosa análise para a seleção do prestador a ser contratado, respondendo solidariamente pelos atos praticados por estes prestadores. Ainda, deve praticar todos os atos de funcionamento do fundo, assim como a sua constituição e a prestação de informações à CVM. Agindo da mesma forma que o administrador nos demais fundos de investimento, e assumindo a atuação como *Gatekeeper*.

Enquanto a gestão da carteira do fundo será realizada por um gestor profissional que deverá (i) contratar e negociar ativos e realizar operações em nome do fundo; (ii) negociar e contratar, em nome do fundo, terceiros para a prestação de serviços de assessoria e consultoria relacionados ao investimento dos ativos; (iii) monitorar os ativos investidos pelo fundo e exercer o direito de voto decorrente desses ativos, realizando todas as demais ações necessárias para o exercício.

A Instrução Normativa CVM nº 578, ainda, traz as obrigações específicas de administradores e gestores.

No artigo 39 da Instrução Normativa supracitada estão previstas as obrigações dos administradores, que são (i) a manutenção de registros de cotistas e de transferências de cotas, dos livros de atas de assembleia, conselhos consultivos ou comitês técnicos, livros de presença, relatórios dos auditores independentes sobre as demonstrações contábeis, registros e demonstrações contábeis referentes às operações realizadas pelo fundo em perfeita ordem; (ii) receber dividendos e bonificações atribuídos ao fundo; (iii) pagar eventuais multas impostas pela CVM decorrentes de atrasos em cumprimento de prazos; (iv) elaborar relatórios acerca das operações realizadas pelo fundo, em conjunto com o gestor; (v) exercer ou delegar para que sejam exercidos todos os direitos relacionados ao patrimônio e às atividades do fundo; (vi) transferir ao fundo qualquer vantagem ou benefício decorrente de sua posição como administrador do fundo; (vii) manter títulos e valores mobiliários integrantes da carteira devidamente custodiados; (viii) elaborar e

divulgar informações relacionadas ao fundo; (ix) cumprir todas as deliberações da assembleia geral; (x) manter lista de prestadores de serviços contratados e suas informações cadastrais devidamente atualizadas perante à CVM; (xi) fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo; e (xii) cumprir e fazer que sejam cumpridas todas as deliberações e disposições presentes no regulamento do fundo.

Já aos gestores de investimento as suas obrigações estão dispostas no art. 40 da mesma Instrução Normativa nº 578/2016, a saber: (i) elaborar o relatório sobre as operações do fundo em conjunto com o administrador; (ii) fornecer aos cotistas estudos e análises de investimento que fundamentem as decisões a serem tomadas em assembleia geral; (iii) fornecer aos cotistas atualização das análises e estudos que possibilitam o acompanhamento dos investimentos realizados, dos objetivos alcançados, das perspectivas de retorno, conforme conteúdo e periodicidade dispostos no regulamento do fundo; (iv) custear as despesas de propaganda do fundo; (v) exercer ou delegar para que sejam exercidos todos os direitos relacionados ao patrimônio e às atividades do fundo; (vi) transferir ao fundo qualquer vantagem ou benefício decorrente de sua posição como gestor do fundo; (vii) firmar acordos de acionistas das sociedades que o fundo participe, em nome do fundo; (viii) manter a efetiva influência na definição das políticas e na gestão da sociedade investida, além de assegurar as práticas de governança; (ix) cumprir, em concordância com as deliberações da assembleia geral, as atividades de gestão da carteira; (x) cumprir e delegar para que sejam cumpridas todas as disposições do regulamento do fundo aplicáveis às atividades da gestão de carteira; (xi) contratar e coordenar os serviços de assessoria e consultoria relacionados aos investimento ou desinvestimentos do fundo nos ativos investidos; e (xii) fornecer ao administrador todas as informações e documentos necessários que trate do enquadramento ou não da entidade de investimento, das demonstrações contábeis auditadas das sociedades investidas, do laudo de avaliação do valor justo das sociedades investidas, quando aplicável nos termos da regulamentação contábil específica, assim como os documentos necessários para o administrador possa formar conclusões sobre as premissas utilizadas para formar o cálculo do valor justo.

Quanto as atividades vedadas aos administradores e gestores de fundos de investimento em participação, o art. 43 da Instrução Normativa CVM nº 578, e estes

agente não poderão, em nome do fundo, (i) receber depósitos em conta corrente; (ii) contrair ou efetuar empréstimos, salvo poucas exceções; (iii) prestar fiança, aval aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, salvo aprovação da maioria qualificada dos cotistas; (iv) vender as cotas à prestação; (v) prometer rendimento predeterminado aos cotistas, (vi) aplicar recursos em bens imóveis, direitos creditórios, na subscrição ou aquisição de sua própria emissão; (vii) utilizar os recursos para pagamento de seguro contra perdas financeiras dos cotistas; e (viii) praticar qualquer ato de liberalidade.

Existem peculiaridades sobre esse algumas responsabilidades a serem exploradas, como o dever de diligência dos administradores em operações societárias.

As dificuldades para verificação do cumprimento do dever de diligência decorrem do fato de se tratar de norma de conduta abstrata que permite à CVM ampla análise e interpretação com base em padrões de conduta (standards) que deveriam ser observados pelo administrador, com certo grau de flexibilidade, para fundamentar o processo de tomada de decisão, de acordo com a realidade e especificidades do caso concreto. Além disso, trata-se de obrigação de meio, não de resultado. Ou seja, é esperado que os administradores e gestores envidem os melhores esforços e atuem em boa fé, com diligência e no melhor interesse do fundo, para alcançar determinado resultado, ainda que este não seja efetivamente verificado.

#### Segundo Flávia Parente:

A “*business judgment rule*” estabelece a presunção de que, ao decidirem a respeito da realização de determinado negócio, os administradores da companhia agiram, com conhecimento e informações adequados, com boa-fé, acreditando que as suas decisões foram tomadas de maneira a melhor atender aos interesses da companhia (...) (PARENTE, 2005).

Cumpre ainda trazer a decisão inicial que deu origem a esse entendimento feita no julgamento do caso *Percy v. Millaudon*, na suprema corte de Lousiana, EUA:

“We are of opinion that on the occurrence of difficulties, in the exercise of it, which offer only a choice of measures, the adoption of a course from which loss ensues cannot make the agent responsible, if the error was one into which a prudent man might have fallen. The contrary doctrine seems to us, to suppose the possession, and require the exercise, of perfect wisdom in fallible beings. No man would undertake to render a service to another on such severe conditions. The reason given for the rule, namely, that if the

mandatory had not accepted the office, a person capable of discharging the duty correctly, would have been found, is quite unsatisfactory.

Diante deste conceito, o administrador deverá cumprir requisitos básicos na tomada de decisão no exercício de seu cargo, portanto, suas ações devem ser regidas pela boa-fé, o melhor interesse da Companhia e observar o dever de diligência para não ser responsabilizado.

Desse modo, o colegiado da CVM no PAS CVM nº 25/03 adotou o seguinte pretexto:

"17. Os administradores podem (e, muitas vezes, devem) tomar suas decisões considerando entendimentos de terceiros, contidos em memorandos, pareceres, relatórios, estudos e outros. A decisão fundada nessas opiniões não exime, de maneira alguma, o administrador do dever de analisar criticamente as informações a ele fornecidas, a fim de identificar eventuais problemas.

(...)

21. Aplicando a doutrina ao caso concreto, noto que faltou uma análise crítica por parte dos administradores da Telemar ao apreciarem o laudo de avaliação elaborado pela Ernest & Young, uma vez que havia claros sinais de alerta indicando que algo estava errado, porém tais sinais não foram detectados.

(...)

Para essa verificação, desenvolveu o conceito do *bussiness judgement rule* utilizado para avaliar as ações tomadas pelos administradores e gestores de companhias no seu exercício com a finalidade de julgar se as decisões tinham como o melhor interesse o da companhia e de seu objeto social."

Portanto, os administradores e gestores de Fundos de Investimento em Participações devem ser responsabilizados subjetivamente e deverá ser analisado sobre o espectro do melhor cenário possível para o alcance dos objetivos do fundo de investimento, no qual a pena só será devida em caso de atuação com dolo ou culpa pelo administrador ou gestor do Fundo de Investimento em Participações.

## 6 CONCLUSÃO

Diante de todo o exposto, no qual foi apresentado todo o panorama que cerca os fundos de investimento em participações, desde a introdução sobre o mercado de capitais, mostrando os tipos de mercados de capitais existentes, apresentando os fundos de investimento, suas características mais relevantes, assim como os suas espécies e peculiaridades.

É importante se atentar ao grau de importância do assunto para o mundo dos investimento, pois, com o massivo crescimento da busca por investimentos mais diversificados nos últimos anos, se faz válido explorar um pouco do funcionamento e das regras postas para esse tipo de atividade.

Ao considerar as diferenças que os fundos de investimento em participação apresentam, é necessário avaliar como essas diferenças impactam as responsabilidades dos administradores e gestores, se há diferença e como elas são interpretadas tanto pela CVM como pela justiça comum, em caso de judicialização.

E, por mais que os Fundos de Investimento em Participações sejam uma espécie de investimento restrito aos investidores qualificados, como já exposto aqui, a análise do racional envolvido nessas operações, o seu funcionamento, estrutura e sua administração ajudará também o investidor menos experiente e qualificado.

Não somente pela mera informação mas pelo entendimento da interpretação legal do que deve ser feito e da responsabilidade de cada um. Se ainda hoje consideramos que o Direito como ciência é uma matéria de acesso restrito devido a sua complexidade e linguagem. Imaginar a falta de conhecimento e informação acerca do mundos do mercado de capitais e dos investimento chega a ser extremamente preocupante.

Essa preocupação se justifica pelo avanço tecnológico e de interesse para investimentos nesse setor da economia, pois, atualmente devido ao crescimento das corretoras de investimentos cada vez mais o mercado deseja diversificar seu portfólio e isso só será possível por meio da informação.

Atualmente, é fato que a complexidade dos Fundos de Investimento em Participações impossibilita a abertura dessa modalidade de investimento ao público em geral, mas é esperado que no futuro, com cada vez mais conhecimento, seja

possível que esses FIPs sejam fundos de complexidade compatível com o conhecimento do investidor comum.

Para atingir esse objetivo a metodologia utilizada foi a análise doutrinária e jurisprudencial acerca do tema. Sendo que o trabalho será estruturado da seguinte forma, inicialmente após introduzir o tema passaria a explicar o que é o mercado de capitais e o que são os fundos de investimentos, como funcionam, quais as modalidades, quais as necessidades para sua funcionalidade, como registro, regulação e constituição.

No segundo momento, foi feita a exemplificação do que são e como funcionam os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), e a diferenciação das suas características do demais tipos de fundos.

Posteriormente, foi elucidado quais são as funções dos administradores e gestores de fundos de investimento no mercado de capitais, diferenciando os dois conceitos e explicando a específica atuação de cada um destes agentes do mercado.

Finalmente, desenvolvemos de forma específica a diferença entre os deveres dos administradores e gestores nos Fundos de Investimento em Participação para os outros tipos de fundos, que não possuem o tratamento legal diferenciado como os FIPs.

Portanto, toda essa exposição prévia foi feita com o objetivo de informar ao leitor do presente trabalho do âmbito geral que envolve o universo dos fundos de investimento em participação. Para dessa forma, ser possível o completo entendimento das características dessa modalidade de fundos de investimento de tamanha complexidade.

A primeira delas é a natureza subjetiva trazida aos seus investimentos, pois, como foi bem explicado no desenvolvimento do trabalho acima, os FIPs investem no sucesso de empresas emergentes, ou seja, para o retorno acontecer como esperado, os alvos dos Fundos de Investimento em Participações devem ter a performance adequada.

E, diante dessa premissa se faz necessária uma extrema precaução e participação dos administradores e gestores dos FIPs no cotidiano societário da empresa alvo. Uma vez que, o sucesso da operação prometida pela fundo depende dos resultados atingidos pelas sociedades alvo.

Portanto, como explicado acima, surgem dois agentes de extrema importância nesse cenário, os administradores e gestores de fundos de investimento. Que no caso dos FIPs, tem várias atribuições adicionais em sua extensa lista de deveres e obrigações perante as características únicas dessa modalidade de fundos. Como explicado, os administradores e gestores devem agir com o importante dever de diligência, de transparência, de lealdade, de vigilância, entre outros.

E ao analisarmos este ponto com o tipo de responsabilização atribuída aos administradores e gestores de fundos de investimento, nota-se que devem ser responsabilizados dentro de um espectro subjetivo. Pois, se não podem ser responsabilizados pelas perdas e quedas decorrentes de investimentos no diversos tipos de fundos de investimento, dentro dos Fundos de Investimento em Participações, tipo de fundo de investimento no qual o risco é ainda mais elevado, não pode imaginar que a interpretação será diferente neste caso.

Sendo assim, para a responsabilização de administradores e gestores de Fundos de Investimento em Participações deve ser feita seguindo o modelo subjetivo em congruência com o conceito do *bussiness judgement rule*.

## BIBLIOGRAFIA

DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. Grupo Almedina, v. 3, f. 95, 2019. 190 p.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de capitais**: Regime Jurídico. Quarter Latin, 2019.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.); COELHO, Fábio Ulhoa. **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**: A Responsabilidade Civil dos Administradores de Instituições Financeiras, f. 136. 1998. 271 p.

NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações**. Grupo Almedina. Potugal, 2018. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#!/books/9788584933754/>. Acesso em: 25 out. 2022.

NETO, Lauro de Araújo Silva. **Derivativos Definição Emprego e Risco**, f. 153. 2020. 306 p.

PARENTE, Flávia. **O dever de diligência dos administradores de Sociedades Anônimas**. Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado De Capitais**: TRATADO DE DIREITO EMPRESARIAL 6. RT, 2018.

PERRICONE, Sheila. Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, 2001.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 9 ed. 2019.

DUARTE JUNIOR, Antonio Marcos. **A Importância do Gerenciamento de Riscos Corporativos**. São Paulo: Ibmecc, 25 de março de 2003.

BRASIL. Presidente da República. Lei n. 10406, de 09 de janeiro de 2002. **Diário Oficial da União**, Brasília. Disponível em: Acesso em: 16 nov. 2022.

CVM. Instrução nº 578, de 29 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em: 4 nov. 2022.

CVM. Resolução nº 21, de 24 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>. Acesso em: 4 nov. 2022.