Universidade do Estado do Rio de Janeiro
Centro de Ciências Sociais
Faculdade de Direito

Nicholas Furlan Di Biase

A responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento

Rio de Janeiro
2023

Nicholas Furlan Di Biase

A responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento

Dissertação apresentada, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, na área de concentração Pensamento Jurídico e Relações Sociais e linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes

Co-orientadora: Prof.ª Dr.ª Milena Donato Oliva

Rio de Janeiro

2023

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

D536 Di Biase, Nicholas Furlan.

A responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento / Nicholas Furlan Di Biase. - 2023.
300 f.

Orientador: Prof. Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes
Coorientadora: Profª Dra. Milena Donato Oliva.
Dissertação (Mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

1. Direito comercial- Teses. 2. Fundos de investimento – Teses. 3. Responsabilidade (Direito)– Teses. I.Menezes, Mauricio Moreira Mendonça de. II. Oliva, Milena Donato. III. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. IV. Título.

CDU 347.51

Bibliotecária: Marcela Rodrigues de Souza CRB7/5906

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

_____ _____

Assinatura Data

Nicholas Furlan Di Biase

A responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento

Dissertação apresentada, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, na área de concentração Pensamento Jurídico e Relações Sociais e linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas.

Aprovada em 27 de março de 2023.

Banca Examinadora:

_____

Prof. Dr. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes (Orientador)

Faculdade de Direito – UERJ

_____

Prof.ª Dr.ª Milena Donato Oliva (Orientadora)

Faculdade de Direito – UERJ

_____

Prof. Dr. Ricardo Villela Mafra Alves da Silva

Faculdade de Direito – UERJ

_____

Prof. Dr. Otavio Yazbek

Instituto de Ensino e Pesquisa

Rio de Janeiro

2023

DEDICATÓRIA

Ao meu avô, Nestor,
e à minha avó, Nair.

AGRADECIMENTOS

A jornada que – espera-se – será concluída com a defesa desta dissertação não teria sido possível sem a contribuição de algumas pessoas, para as quais registro, nas linhas a seguir, os mais sinceros agradecimentos.

Em primeiro lugar, agradeço aos meus orientadores: o Prof. Mauricio Moreira Menezes, com quem convivo há mais de uma década, nos ambientes acadêmico – como meu professor desde a graduação em Direito na Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) –, profissional e pessoal; e a Prof.ª Milena Donato Oliva, também minha professora desde a graduação e que tão gentilmente aceitou o convite para coorientar esta pesquisa, que se insere em campo de interseção entre o Direito Comercial e o Direito Civil.

À Juliana, minha companheira de jornada acadêmica e de vida, nesta data candidata a mestre em Direito Processual, no mesmo Programa de Pós-Graduação em Direito (PPGD) da UERJ. Seu companheirismo, carinho, companhia, cuidado, afeto e amor contribuíram para aliviar o desgaste mental e físico dessa trajetória. Sempre de mãos dadas, conseguiremos concluí-la.

A todos os amigos e amigas do Moreira Menezes, Martins Advogados, pelo convívio diário e por tornarem mais leve a rotina profissional, que seguiu em paralelo com o mestrado. Sem me esquecer dos demais, um agradecimento especial a Ana Clara Jansen, Ana Luiza Paes, Carlos Martins Neto e Isadora Cariello, cada qual contribuindo com pesquisas, conversas, discussões, leituras e revisões deste trabalho.

Aos meus pais, Thais e Paulo, e aos meus padrasto e madrasta, Mauricio e Alba (que trato e considero como segundos pais). Obrigado por terem me dado toda a base e estrutura para que eu pudesse ter ingressado e me formado na UERJ; e que me permitiu voltar a ela para o mestrado. Obrigado, ainda, pela paciência e compreensão durante meus períodos de ausência.

Aos amigos e amigas de diversos grupos, que durante muitos meses tiveram que compreender – alguns menos do que outros – os seguidos "não posso", "hoje terei que estudar", "preciso escrever a dissertação". Que 2023 seja um ano de proximidade e reencontros.

Aos professores da UERJ, que diariamente batalham para que, contra todas as adversidades, a Universidade siga sendo um polo de excelência, inclusão e acolhimento. Um especial agradecimento aos professores do PPGD-UERJ, que são os responsáveis pelo alto nível e pelo reconhecimento que o Programa possui perante a comunidade acadêmica e o mercado.

Finalmente, agradeço à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) pelo apoio na elaboração deste trabalho, cujo projeto foi um dos vencedores do XVIII Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais.

RESUMO

DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento*. 2023. 300f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023.

O presente trabalho tem por objetivo central investigar e apresentar os elementos e parâmetros que compõem o regime da responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento. Tendo em vista esse objetivo, a pesquisa é iniciada com panorama sobre os principais aspectos do regime jurídico dos fundos de investimento no Brasil, o que inclui a exposição dos mais relevantes conceitos pertinentes ao tema, com enfoque nos sujeitos das relações jurídicas analisadas neste trabalho: os cotistas, o administrador e o gestor do fundo. Na sequência, é realizada revisão dos precedentes que formam a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ), sedimentada no sentido de que as relações entre os referidos agentes seriam "de consumo", devendo ser regidas pelo Código de Defesa do Consumidor (CDC). Promove-se avaliação crítica da referida jurisprudência e, subsequentemente, análise sobre a efetiva aplicabilidade do CDC às relações em tela pelo método que se considera mais correto: verificando-se se os cotistas se inserem no conceito legal de consumidor e, do outro lado, se o administrador e o gestor de fundo devem ser considerados fornecedores nos termos da legislação consumerista. Ademais, verifica-se eventual incompatibilidade entre os preceitos que dispõem sobre a responsabilidade civil dos mencionados agentes, introduzidos no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), com disposições de ordem pública do CDC. Partindo-se das premissas construídas a partir de tal análise, o restante do trabalho destina-se a apresentar o regime de responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento. Para tanto, são promovidas exposições sobre institutos da teoria geral da responsabilidade civil, seguidos de sua aplicação às relações jurídicas pertinentes ao fundo de investimento. Dentre os tópicos abordados, incluem-se a responsabilidade civil do administrador e do gestor quanto à relação entre os sujeitos (se contratual ou extracontratual) e quanto à forma de aferição (se subjetiva ou objetiva), a natureza de meio ou de resultado das obrigações do administrador e do gestor e a discussão sobre a existência de solidariedade entre tais agentes. Da mesma forma, são abordados tópicos correlatos, como a responsabilidade civil do diretor responsável por determinada função, a responsabilidade pelas obrigações assumidas pelo administrador ou gestor na posição de representante do fundo e, ainda, o prazo prescricional da pretensão de responsabilização. Ao final, são sistematizadas as principais conclusões alcançadas ao longo do trabalho.

Palavras-chave: Direito Comercial. Fundos de investimento. Responsabilidade civil. Administrador fiduciário. Gestor de recursos.

ABSTRACT

DI BIASE, Nicholas Furlan. *The civil liability of investment fund's administrators and managers for damages caused to the fund*. 2023. 300f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023.

The main purpose of this work is to investigate and describe the elements and guidelines that compose the system of civil liability of the administrators and managers of investment funds for damages caused to the funds. Considering that purpose, I start by providing an overview of the main aspects of the legal framework of investment funds in Brazil, including the description of the most relevant concepts related to the theme, with focus on the parties of the underlying relationships: the investors, the administrator and the manager of the investment fund. Then I present a review of the precedents forming the Brazilian Superior Court of Justice's jurisprudence (STJ, the highest court for non-constitutional matters), which is settled in the sense that the referred agents would have a "consumer relation", bringing application of the Brazilian Consumer Defense Code (CDC). I then carry out a critical evaluation of the mentioned jurisprudence, followed by analysis of the applicability of the CDC to the relationships in question by the method I deem most fitting: verification of whether the investors can be legally classified as consumers, while the investment fund's administrator and manager can be considered suppliers. Furthermore, I examine the possible incompatibility between the precepts of the civil liability of the mentioned agents introduced in the Brazilian Civil Code by the Law of Economic Freedom (Law No. 13.874/2019) and public policy provisions of CDC. Based on these tenets, the rest of the work presents the system of civil liability of the administrator and portfolio manager for damages caused to the fund. For this purpose, I discuss institutes of the general theory of civil liability, followed by their application to the contractual relationships pertaining to investment funds. Among the topics addressed are the civil liability of the administrator and manager regarding the relationship between the parties (whether contractual or extracontractual) and the form of its assessment (subjective or objective), the nature of the means or results of the obligations of the administrator and manager, and discussion of the joint and several nature of their liability. I also cover some related topics, such as the civil liability of the officers in charge of certain functions, the responsibility for the obligations undertaken by the administrator or manager on behalf of the fund and, also, the time-bar on suits to redress damages. At the end, I summarize the main conclusions attained in the work.

Keywords: Commercial Law. Investment funds. Civil liability. Fiduciary administrator. Assets' manager.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ART	Administração de Recursos de Terceiros
art.	artigo
BACEN	Banco Central do Brasil
CBIO	Créditos de descarbonização
CDC	Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEPAC	Certificados de potencial adicional de construção
CMN	Conselho Monetário Nacional
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
Código de Defesa do Consumidor	Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990
Código de Processo Civil	Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações financeiras padronizadas
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FICFIP	Fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em participações
FIDC	Fundos de investimento em direitos creditórios
FIDC-NP	Fundos de investimento em direitos creditórios não-padronizados
FIF	Fundos de investimento financeiro
FII	Fundos de investimento imobiliário
FIP	Fundos de investimento em participações
FIP-IE	Fundo de investimentos em participações cujas companhias investidas desenvolvem novos projetos de infraestrutura
FIP-PD&I	Fundo de investimentos em participações cujas companhias

	investidas estão envolvidas em projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação
FMIEE	Fundos mútuos de investimento em empresas emergentes
Fundos 555	Fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014
i.e.	Isto é
ITR	Formulário de informações trimestrais
Lei da Liberdade Econômica	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
LLE	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
PLD/FTP	prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo e da proliferação de armas de destruição em massa
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 13

1 **O REGIME JURÍDICO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL** 22

1.1 **Breve histórico legislativo e regulatório dos fundos de investimento no Brasil** 24

1.1.1 Aspectos e principais modificações decorrentes da Lei da Liberdade Econômica 27

1.2 **Natureza jurídica dos fundos de investimento** 29

1.3 **Classificações dos fundos de investimento** 34

1.3.1 Fundos abertos e fundos fechados 34

1.3.2 Principais categorias de fundos de investimento 35

1.3.2.1 Fundos de investimento financeiro e seus tipos 35

1.3.2.2 Outras categorias de fundos de investimento 37

1.4 **Constituição e regulamento dos fundos de investimento** 40

1.4.1 Política de investimentos do fundo 43

1.5 **Riscos inerentes ao investimento em fundos** 44

1.6 **Capacidade negocial e processual dos fundos de investimento** 47

1.7 **Cotas representativas do patrimônio do fundo** 52

1.8 **A figura do cotista (investidor)** 56

1.8.1 Investidores qualificados e profissionais 58

1.8.2 Classes ou fundos exclusivos 61

1.8.3 Limitação da responsabilidade do cotista 63

1.8.4 A busca por cotistas: distribuição das cotas do fundo de investimento 66

1.9 **Os prestadores de serviços essenciais: administrador e gestor** 68

1.9.1 A evolução na disciplina da relação entre administrador e gestor 70

1.9.1.1 O administrador como único responsável pelo fundo 70

1.9.1.2 Avanços até a separação das funções do administrador e do gestor do fundo 71

1.9.1.3 A polêmica questão do dever de fiscalização do administrador em relação ao gestor e seus limites 75

1.9.1.4 Manutenção do protagonismo do administrador: reconhecida distorção das práticas de mercado 78

1.9.1.5 Correção da distorção: a criação da figura dos “prestadores de serviços essenciais 82

1.9.2 Deveres fiduciários do administrador e do gestor 84

1.9.2.1 Dever de diligência 86

1.9.2.2 Dever de lealdade 89

1.9.2.3 Dever de informar 91
1.9.3 Atribuições e obrigações do administrador e do gestor 93
1.9.3.1 Atribuições e obrigações do administrador 94
1.9.3.2 Atribuições e obrigações do gestor 95
1.9.4 Vedações ao administrador e ao gestor 97
1.9.5 Remuneração dos prestadores de serviços essenciais 98
1.10 **Outros prestadores de serviços relacionados aos fundos de investimento** 101
1.10.1 Obrigação do administrador e do gestor de fiscalizar outras atividades 107
1.11 **Os diretores responsáveis por desempenhar determinadas funções** 111
2 **INAPLICABILIDADE DO DIREITO DO CONSUMIDOR ÀS RELAÇÕES ENTRE OS COTISTAS E OS PRESTADORES DE SERVIÇO ESSENCIAIS** 115
2.1 **Responsabilidade do administrador e do gestor à luz da jurisprudência do STJ** 115
2.1.1 Revisão dos precedentes do STJ sobre o tema 115
2.1.1.1 Primeiros precedentes: fundamentação tímida e confusão entre papéis 116
2.1.1.2 Persistência do Enunciado nº 297 da Súmula do STJ 118
2.1.1.3 Desenvolvimento das razões de decidir, mas sem sistematização 121
2.1.2 Análise crítica dos fundamentos constantes dos precedentes do STJ 126
2.2 **Argumentos doutrinários pela aplicabilidade do CDC** 132
2.3 **Considerações sobre o conceito de consumidor no CDC** 137
2.4 **Considerações sobre os conceitos de fornecedor e de serviços no CDC** 142
2.5 **Principais consequências do regime consumerista no tocante à responsabilidade civil** 146
2.6 **Os cotistas de fundos de investimento não são consumidores** 150
2.6.1 Atividade de investir não se confunde com a de consumir 151
2.6.2 Vulnerabilidade afastada pelo regime protetivo e prerrogativas dos investidores 154
2.6.2.1 A regulamentação destinada à proteção do investidor 155
2.6.2.2 O *suitability* como camada adicional de proteção ao investidor 167
2.6.2.3 Cotistas como detentores de prerrogativas em face do administrador e do gestor 170
2.6.3 Conclusão que independe do grau de sofisticação dos cotistas 173
2.7 **Administradores e gestores não são fornecedores para fins do CDC** 175
2.8 **Incompatibilidade da Lei da Liberdade Econômica com o regime de responsabilidade civil do CDC** 176
2.9 **Outros argumentos contrários à incidência do CDC na relação entre os**

cotistas e os prestadores de serviços essenciais 179
2.10 **Conclusão parcial** 181
3 **O REGIME DE RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DO FUNDO DE INVESTIMENTO** 185
3.1 **Responsabilidade civil do administrador e do gestor quanto à relação entre os sujeitos** 185
3.1.1 Responsabilidade civil contratual e extracontratual 186
3.1.2 A responsabilidade civil contratual do administrador e do gestor de fundos de investimento 190
3.2 **Natureza das obrigações do administrador e gestor de fundos: obrigações de meio e de resultado** 197
3.2.1 Obrigações de meio e obrigações de resultado 197
3.2.2 As obrigações do administrador e do gestor podem ser de meio ou de resultado 199
3.3 **Responsabilidade civil do administrador e do gestor quanto à forma de aferição** 205
3.3.1 Responsabilidade civil subjetiva 205
3.3.1.1 Dano 206
3.3.1.2 Nexo de causalidade 206
3.3.1.3 Culpa 209
3.3.2 Responsabilidade civil objetiva 210
3.3.3 A responsabilidade civil subjetiva do administrador e do gestor de fundos de investimento 212
3.3.4 Noção de culpa normativa e sua aplicação à atividade desempenhada pelos administradores e gestores de fundos 216
3.3.5 A responsabilidade do administrador e do gestor pelo insucesso do investimento 221
3.3.6 Ponto distintivo para a responsabilidade administrativa: necessidade de ocorrência de dano 224
3.3.7 A participação dos cotistas na definição da estratégia de investimentos do fundo 227
3.3.7.1 Precedentes da CVM: o gestor segue responsável, ainda que tenha sido orientado pelos cotistas 230
3.3.7.2 Para fins de responsabilidade civil: possibilidade de fato exclusivo ou concorrente da vítima 233
3.3.7.3 Proibição do comportamento contraditório (*venire contra factum proprium*) 236
3.3.8 A responsabilidade do administrador e do gestor por informações transmitidas

ao potencial investidor 238
3.4 **Solidariedade entre prestadores de serviços em fundos de investimento** 240
3.4.1 Obrigações solidárias e solidariedade na responsabilidade civil 240
3.4.2 Inexistência de solidariedade obrigatória entre o administrador e o gestor por danos ao patrimônio do fundo 243
3.4.3 Inexistência de solidariedade obrigatória entre prestadores essenciais e terceiros contratos em nome do fundo 250
3.4.4 A responsabilidade do administrador e do gestor por seus sucessores ou predecessores 252
3.5 **Responsabilidade civil do diretor responsável por determinada função** 254
3.6 **Responsabilidade pelas obrigações assumidas na posição de representante do fundo de investimento** 259
3.7 **Prazo prescricional da pretensão de responsabilização do administrador ou do gestor** 264
CONCLUSÃO 271
REFERÊNCIAS 281

INTRODUÇÃO

Os aspectos jurídicos dos fundos de investimento são estudados, no Brasil, há muitas décadas. No início do ano de 2023, quando este trabalho é concluído, o que se constata é a existência de uma relevante produção acadêmica sobre fundos de investimento – abrangendo uma série de obras, artigos e coletâneas dedicadas ao assunto –, construída em torno de dezenas de precedentes administrativos do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, ainda, a formação de jurisprudência, inclusive em Tribunais Superiores, sobre importantes discussões relativas a esse instituto jurídico.

A pertinência jurídica dos fundos de investimento aumenta de forma proporcional ao ganho de relevância desses veículos no mercado brasileiro. Os números da dita "indústria" de fundos no Brasil impressionam e revelam o constante e substancial crescimento da utilização desse meio de investimento no país.

Segundo dados divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) – entidade autorreguladora que consiste na principal instituição representativa dos participantes dos mercados nos quais se inserem os fundos de investimento – em 31 de dezembro de 2002 existiam 4.540 fundos registrados no Brasil, que totalizavam um patrimônio líquido global de aproximadamente R$ 1,5 trilhão, já levando em consideração a inflação nessa conta.[1]

Quase vinte anos depois, em 31 de dezembro de 2021, o número de fundos de investimento registrados chegou a 27.016, com patrimônio líquido global de R$ 6,9 trilhões.[2-3] Trata-se de um aumento de aproximadamente seis vezes no número total de fundos de investimento existentes no país e de mais de quatro vezes e meio na soma dos patrimônios líquidos dos referidos veículos.

Nessa esteira, de acordo com as informações divulgadas pela CVM, havia 4.300 pessoas, naturais e jurídicas, credenciadas para atuar como administradores de carteiras de valores

---

1 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Consolidado Histórico de Fundos de Investimento – Março/2022*. São Paulo, 26 abr. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 2 maio 2022. Para fins de esclarecimento dos números informados: (a) foi desconsiderado o montante total de patrimônio líquido dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, conceituados como aqueles que devem manter a quase totalidade de seu patrimônio líquido investido em cotas de outros fundos de investimento; e (b) os valores históricos são expostos em moeda constante (isto é, considerando o valor do Real em 31 de dezembro de 2021, deflacionado pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas).

2 Ibidem.

3 Em 2022, a ANBIMA descontinuou a divulgação de seu "Consolidado Histórico de Fundos de Investimento", de forma que não foi possível obter dados mais recentes que fossem comparáveis aos anteriores.

mobiliários na data-base de 31 de março de 2022, sendo, dentro desse universo, 54 credenciadas exclusivamente na categoria de administradores fiduciários; 4.164 na de gestores de recursos; e 82 em ambas as categorias.[4]

Abrindo um breve parênteses nesta Introdução, administradores de carteiras de valores mobiliários são pessoas habilitadas a exercer atividades relacionadas ao funcionamento, manutenção e gestão de carteiras de valores mobiliários, principalmente daquelas pertencentes aos fundos de investimento.

De forma bastante resumida, a administração de carteiras de valores mobiliários consiste em um gênero de atividade profissional, que engloba as duas categorias (ou espécies) acima mencionadas: administração fiduciária e gestão de recursos. A pessoa que se registrar como administrador de carteira junto à CVM deverá optar pelo credenciamento como administrador fiduciário, como gestor de recursos ou, ainda, em ambas as categorias.

Nos termos da regulamentação da CVM (especialmente da Resolução CVM nº 21/2021, que será retomada inúmeras vezes ao longo deste trabalho), os gestores de recursos são autorizados a gerir carteiras de valores mobiliários, inclusive aplicando recursos financeiros de seus clientes no mercado, por conta e ordem destes. Por sua vez, os administradores fiduciários exercem, por exclusão, as demais atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento e à manutenção de carteiras de valores mobiliários (exceto, por óbvio, sua gestão, salvo se também atuarem como gestores de recursos).

Uma carteira de valores mobiliários, a seu turno, consiste no conjunto de ativos financeiros administrados pelo administrador fiduciário ou geridos pelo gestor de recursos. Na prática, a maior parte das carteiras de valores mobiliários administradas profissionalmente são formadas a partir dos recursos aportados por investidores em fundos de investimento (embora os administradores de carteiras possam prestar seus serviços fora do âmbito dos fundos).

Por essa razão, apenas podem administrar ou gerir fundos de investimento as pessoas jurídicas credenciadas junto à CVM como administradores fiduciários ou gestores de recursos, respectivamente.[5]

---

[4] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Boletim Econômico – Edição 4*. Rio de Janeiro, 29 abr. 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_93.pdf/view. Acesso em: 2 maio 2022.

[5] Conforme será detalhado ao longo deste trabalho, gestores de fundos de investimento podem ser tanto pessoas naturais (embora isso não seja comum), quanto pessoas jurídicas. Já administradores de fundos de investimento devem necessariamente ser pessoas jurídicas. Para fins didáticos, o presente trabalho se referirá a tais entidades, na maior parte das vezes, como "gestor" e "administrador" de fundo de investimento, seguindo a praxe dos principais estudos, normas, documentos oficiais e precedentes sobre o tema. Não obstante, poderão

Fechando os parênteses e voltando aos números, estes demonstram a crescente relevância dos fundos de investimento e dos agentes que atuam para seu funcionamento. Podem ser acrescentados a tal levantamento quantitativo, ainda, os dados que demonstram o correspondente interesse do investidor em aplicar suas reservas financeiras nesse tipo de veículo: entre dezembro de 2019 e o mesmo mês de 2021, mais de 10 milhões de novas contas passaram a investir em fundos de investimento no Brasil, aumentando o número total de 21.058.159 para 31.105.605 contas em apenas 2 anos.[6]

Por certo, as informações acima expostas não representam qualquer novidade para quem está acostumado a estudar sobre fundos de investimento. Como bem observou e registrou Rafael Andrade, a maior parte dos trabalhos acadêmicos sobre fundos se inicia com essa exposição de números e estatísticas, talvez no intuito de impressionar o leitor sobre a relevância dessa "indústria".[7]

Contudo, especificamente neste trabalho, os dados mencionados cumprem a finalidade de evidenciar que o aumento no número de fundos de investimento, de administradores fiduciários, de gestores de recursos e, enfim, de investidores em geral, resulta em um proporcional aumento no número de relações jurídicas entre os referidos agentes. Como consequência natural, avolumam-se os casos de violação de direitos e descumprimento das obrigações estabelecidas no âmbito de tais relações jurídicas, o que, caso resulte em dano a algum desses sujeitos, pode ensejar dever de indenizar.

Nesse sentido, como seu título revela, o tema deste trabalho é a responsabilidade civil. Especificamente, a responsabilidade civil dos administradores e dos gestores por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento.

Para que os sujeitos de direito que atuam no mercado de fundos de investimento possuam segurança jurídica nas relações mantidas entre si, faz-se imprescindível a existência de um sólido regime de responsabilidade civil, bem delimitado pela doutrina e cuja aplicação seja previsível e coerente.

---

ser feitas referências à "gestora" e "administradora" do fundo de investimento em determinados momentos, especialmente quando a diferenciação entre a pessoa natural e jurídica for relevante. Nesses casos, importante ter em mente que estar-se-á se referindo exatamente às mesmas figuras jurídicas, independentemente de as referências a elas estarem no masculino ou no feminino.

6 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Consolidado Histórico de Fundos de Investimento – Março/2022*. São Paulo, 26 abr. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 2 maio 2022.

7 ANDRADE, Rafael. Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 23, n. 88, p. 179-204, abr./jun. 2020. p. 1-2, versão eletrônica.

Em relevante estudo sobre a segurança jurídica relacionada ao Direito Comercial, o professor Fábio Ulhoa Coelho registra a imprevisibilidade das decisões judiciais como uma das mazelas a impactar negativamente o ambiente de negócios. O resultado prático da imprevisibilidade consiste no aumento dos custos de produtos e serviços nos setores nos quais ela se verifica.[8]

Não obstante, fato é que o tema da responsabilidade civil dos administradores e dos gestores de fundos de investimento, em seu atual estágio de maturação, carrega esses indesejados estigmas da imprevisibilidade e da insegurança jurídica. Essa constatação foi registrada por Pablo Renteria, que, em referência ao mercado de fundos, constatou existir um verdadeiro "ambiente de insegurança jurídica e de aversão ao risco, que inibe a mais ampla oferta de produtos por parte dos agentes econômicos".[9]

E diversas são as razões para tanto. Uma delas consiste no fato de que, no ordenamento jurídico brasileiro, até poucos anos atrás, os fundos de investimento não tinham sido objeto de qualquer disciplina sistematizada em lei. Conforme breve histórico legislativo que será feito na Seção 1 a seguir, faltava um marco legal que contivesse parâmetros – mínimos, que fossem – para orientar a interpretação e aplicação do Direito em relação a esse instituto jurídico.

Não se quer negar o relevante papel desempenhado principalmente pela CVM que, a partir da legislação infralegal por ela editada, construiu o arcabouço regulatório que permitiu a consolidação, o desenvolvimento e a disseminação dos fundos de investimento no Brasil, o que fica mais do que comprovado pelos dados anteriormente expostos. Contudo, há determinadas matérias cuja fundamentação deve ser extraída, necessariamente, dos dispositivos da lei em sentido estrito. E determinados elementos da responsabilidade civil aplicada aos fundos de investimento se enquadram dentre essas matérias.

Mesmo que a CVM quisesse se ocupar do tema em suas normas, tanto o Direito Civil, quanto o Direito Comercial, consistem em matérias de competência privativa do legislador ordinário federal.[10] Dito de outro modo, a CVM não é competente para legislar sobre a responsabilidade civil nos fundos de investimento e qualquer estudo que queira extrair os elementos de

---

8 COELHO, Fábio Ulhoa. A alocação de risco e a segurança jurídica na proteção do investimento privado. *Revista de Direito Brasileira*, São Paulo, v. 16, n. 7, p. 291-304, jan./abr. 2017. p. 294-296.

9 RENTERIA, Pablo. A Reforma dos Fundos de Investimentos no Projeto de Conversão 17/2019: o CDC, a responsabilidade dos prestadores de serviços e a insolvência civil dos fundos. *Jusbrasil*, [s.d.]. Disponível em: https://flaviotartuce.jusbrasil.com.br/artigos/746582251/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-conversao-17-2019. Acesso em: 15 maio 2022.

10 Nos termos do art. 22, inciso I, da Constituição da República Federativa do Brasil, compete privativamente à União legislar sobre "direito civil, comercial, penal, processual, eleitoral, agrário, marítimo, aeronáutico, espacial e do trabalho".

tal responsabilidade – se contratual ou extracontratual; subjetiva ou objetiva; solidária ou não, dentre outros – das normas editadas pela autarquia parte de uma premissa conceitualmente equivocada.

Diante desse contexto, foi apenas a partir da edição da Lei nº 13.874/2019 (apelidada de "Lei da Liberdade Econômica"), fruto da conversão da Medida Provisória nº 881/2019, que foi introduzido no Código Civil brasileiro o marco legislativo dos fundos de investimento, contendo balizas legais mínimas, mas extremamente relevantes, sobre esse instituto jurídico.[11]

Ao mesmo tempo, a partir da abordagem relativamente minimalista utilizada pelo legislador na Lei da Liberdade Econômica, manteve-se amplo espaço regulatório para que a CVM siga desenvolvendo e atualizando a regulamentação aplicável aos fundos de investimento, de forma muito mais flexível e ágil do que seria se mudanças dependessem de nova manifestação legislativa.

De todo modo, dentro da disciplina trazida pela Lei da Liberdade Econômica, estão inseridos dispositivos que contribuem com a delimitação da responsabilidade civil dos agentes que atuam em fundos de investimento, o que será devidamente abordado neste trabalho, em momento oportuno.

Uma segunda razão para a insegurança jurídica que permeia o tema objeto desta dissertação consiste na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ), que foi sedimentada, ao longo das últimas duas décadas, sobre fundamentos que merecem substancial reflexão e discussão.

Sobre esse particular, foi promovido, nesta pesquisa, abrangente levantamento e análise dos acórdãos do STJ que tratam da responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento. Em todos, o Tribunal Superior decidiu que a Lei nº 8.078/1990 (Código de Defesa do Consumidor ou CDC) seria aplicável às relações jurídicas entre o investidor, de um lado, e o administrador ou gestor do fundo, do outro. Assim, o primeiro sujeito foi recorrentemente tratado como consumidor; enquanto os segundos foram considerados fornecedores, com todas as consequências jurídicas daí decorrentes (especialmente a aferição objetiva da

---

[11] "Nota-se claramente que a nova legislação em tela não veio para estabelecer um marco legal amplo e completo para a indústria de fundos, e em detrimento do amplo poder regulamentar da CVM e de tudo que a Autarquia já fez no tocante ao assunto. Em realidade, resta claro que foi adotada a premissa de que a regulação específica exercida pela CVM é sólida e consistente, prevendo-se, não obstante e embora prestigiando-se expressamente seu poder regulamentar, elementos adicionais mínimos para segurança jurídica de certos temas especialmente sensíveis também no âmbito da lei em sentido estrito" (BERNARDO, Daniel Walter Maeda; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Notas sobre os fundos de investimento à luz da Lei da Liberdade Econômica. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 37).

responsabilidade e a aplicação da regra segundo a qual integrantes da mesma "cadeia de fornecimento" devem responder solidariamente).

A caracterização das relações jurídicas em tela como sendo "de consumo" é assunto extremamente controverso em sede doutrinária. Conforme será apresentado, existem argumentos substanciais para sustentar posições em ambos os sentidos. Contudo, as críticas à jurisprudência do STJ que serão formuladas se relacionam principalmente com os fundamentos constantes dos precedentes que a formam (e não propriamente com o posicionamento adotado pelo Tribunal em si).

Por outro lado, os acórdãos do STJ analisados dizem respeito a fatos ocorridos antes da entrada em vigor da Lei da Liberdade Econômica, de forma que, obviamente, não consideram as novas disposições do Código Civil que devem permear qualquer raciocínio interpretativo sobre a matéria da responsabilidade civil relativa aos fundos de investimento.

Por fim, uma terceira razão para a instabilidade do tema diz respeito aos contornos desafiadores que a responsabilidade civil nos fundos de investimento ganha, em razão das discussões em torno da natureza jurídica de tais veículos (outro tópico controvertido). Como os fundos não possuem personalidade jurídica (embora possuam capacidade negocial e processual), seu funcionamento se dá a partir da atuação dos prestadores de serviços, com os quais os investidores (conhecidos como "cotistas") estabelecem relações jurídicas.

Os principais prestadores de serviços que atuam para o funcionamento dos fundos de investimento são, por certo, o administrador e o gestor (que podem ser a mesma pessoa). Contudo, existem diversos outros agentes que podem prestar serviços aos fundos. Embora alguns deles sejam brevemente mencionados ao longo deste trabalho (até mesmo para que se possa diferenciar suas atribuições daquelas desempenhadas pelo administrador e pelo gestor), o estudo da questão da responsabilidade civil, por delimitação de escopo, terá como sujeitos exclusivamente o administrador e o gestor.

Em resumo, a realização da pesquisa consubstanciada neste trabalho se justifica em razão: (a) da inegável e crescente relevância do tema – que se intensifica por conta do aumento das relações jurídicas entre cotistas, administradores e gestores de fundos – e, ao mesmo tempo, da persistente insegurança jurídica que o permeia; (b) da entrada em vigor da Lei da Liberdade Econômica, que introduziu no Código Civil dispositivos que terão que ser levados em consideração na interpretação realizada pelos Tribunais que se depararem com a matéria; e (c) do momento oportuno para revisão dos fundamentos dos precedentes que sedimentaram a jurisprudência do STJ no sentido de aplicar o Código de Defesa do Consumidor às relações jurídicas em tela.

A partir desse contexto, a presente pesquisa tem por objeto identificar, propor e sistematizar elementos e parâmetros para se aferir a responsabilidade civil dos administradores e gestores por danos causados ao patrimônio de fundos de investimento.

Para tratar desse complexo tema, o presente trabalho foi dividido em três Seções, além desta Introdução e da Conclusão ao final.

A Seção 1 tem por objetivo traçar panorama sobre os principais aspectos do regime jurídico dos fundos de investimento no Brasil. Dada a infinidade de discussões que decorrem das matérias expostas em tal Seção, optou-se por realizar objetiva contextualização sobre o referido regime jurídico, inclusive com a exposição dos principais conceitos pertinentes ao presente estudo. Na sequência, a maior parte da primeira Seção é direcionada ao estudo dos sujeitos das relações jurídicas analisadas neste trabalho: os cotistas, os administradores e os gestores.

Já a Seção 2 se inicia com revisão dos precedentes que formam a jurisprudência do STJ, expondo-se os principais fundamentos utilizados pelo Tribunal e avaliando-os criticamente. Dentro da mesma Seção, analisa-se a aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor às relações jurídicas entre cotista e administrador ou gestor de fundos de investimento pelo método que se considera mais adequado: verificando-se, de um lado, se o cotista se insere no conceito de consumidor; e, do outro lado, se os administradores e gestores de fundos devem ser considerados fornecedores nos termos da legislação consumerista. Ademais, verifica-se que existe, de fato, uma incompatibilidade entre os preceitos da responsabilidade civil de tais agentes introduzidos no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica, com disposições de ordem pública do Código de Defesa do Consumidor.

Partindo-se das premissas construídas na Seção 2, na Seção 3 é propriamente apresentado o regime de responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos causados ao fundo de investimento. Para tanto, cada subseção da Seção 3 contempla substancial exposição de elementos da teoria geral da responsabilidade civil (obviamente sem a pretensão de esgotar as discussões pertinentes a cada tópico), seguidos de sua aplicação às relações jurídicas existentes nos fundos de investimento.

Dentre os tópicos abordados na Seção 3, incluem-se a classificação da responsabilidade civil do administrador e do gestor quanto à relação entre os sujeitos (se contratual ou extracontratual) e quanto à forma de aferição (se subjetiva ou objetiva), a natureza de meio ou de resultado das obrigações do administrador e do gestor e a discussão sobre a existência de solidariedade entre tais agentes. Da mesma forma, são abordados tópicos correlatos, como a responsabilidade civil do diretor responsável por determinada função, a responsabilidade pelas obrigações assumidas pelo administrador ou gestor na posição de representante do fundo e, ainda, o

prazo prescricional da pretensão de responsabilização.

Ao final, são sistematizadas as principais conclusões alcançadas ao longo do trabalho.

Antes de se passar à Seção 1, cabe fazer alguns breves esclarecimentos e alertas.

Em primeiro lugar, em 23 de dezembro de 2022, foi editada a Resolução CVM nº 175/2022, que alterou significativamente e consolidou o regime regulatório dos fundos de investimento, inclusive no intuito de adequá-lo ao regime legal da Lei da Liberdade Econômica. Talvez a principal alteração regulatória promovida no que concerne a este trabalho tenha sido a equiparação entre administrador e gestor sob o aspecto do protagonismo que exercem no fundo de investimento.

Isso porque, durante décadas, a regulamentação conferiu o protagonismo no âmbito dos fundos de investimento apenas ao administrador, que era considerando o responsável "original" por desempenhar todas as funções relacionadas ao funcionamento dos fundos, inclusive a gestão de sua carteira. Os demais prestadores de serviços envolvidos – incluindo o gestor – eram tratados como agentes eventuais; meros delegatários de atribuições que, segundo o racional do então regulador, originalmente pertenceriam ao administrador.

Essa abordagem regulatória vinha sendo enxergada como um descolamento da realidade desse mercado, visto a atividade de gestão ter se especializado e desenvolvido de forma segregada da administração fiduciária. A regulação colocava a gestão especializada de recursos como atividade secundária quando, na maior parte dos casos, é a figura do gestor (e não do administrador) que consiste no verdadeiro diferencial entre um fundo de investimento e outro.

Por isso, a partir da Resolução CVM nº 175/2022, tanto o administrador, quanto o gestor, passaram a ser tratados como "prestadores de serviços essenciais", com suas obrigações e responsabilidades bem delimitadas na norma. Este trabalho, concluído após a edição da nova Resolução, mas antes de sua entrada em vigor, já considera o novo regime jurídico (inclusive utilizando-se da expressão "prestadores essenciais" para se referir conjuntamente ao administrador e ao gestor) e aponta, nas Seções próprias, suas principais diferenças para a disciplina anterior.

Aliás, como se perceberá, diversos trechos de doutrina e jurisprudência (judicial e administrativa) citados neste trabalho mencionam apenas a figura do administrador, inclusive para se referir a questões que atualmente dizem respeito ao gestor. Cabe, assim, o alerta de que, quando isso ocorrer, deve-se ter em mente que a mudança regulatória estrutural acima mencionada é muito recente e, portanto, os trechos em questão certamente foram escritos em momento no qual ainda se considerava o protagonismo exclusivo do administrador. Nesses casos, a referência ao administrador deve ser interpretada, também, como referência às funções

desempenhadas pelo gestor.

Ainda sobre as inovações decorrentes da Resolução CVM nº 175/2022, esta passou a admitir – em linha com a Lei da Liberdade Econômica – a criação de diferentes classes de cotas em um mesmo fundo de investimento, caso em que cada classe de cotas deve necessariamente possuir um patrimônio segregado em relação às demais classes. Esse tema será retomado na subseção 1.7 da Seção 1.

Não obstante, cabe registrar, desde já, que a redação então utilizada na Instrução CVM nº 555/2014 foi amplamente revisitada de forma a abarcar essa nova lógica regulatória, em que as classes de cotas podem ser ilustradas como "diversos fundos dentro de um mesmo fundo de investimento".

Essa nova realidade foi refletida neste trabalho, de forma que as referências feitas ao "fundo de investimento" a seguir devem ser lidas como referências às "classes de cotas do fundo de investimento", nas situações em que essa distinção for relevante. Da mesma forma, referências às "classes de cotas" devem ser entendidas como referências ao "fundo de investimento", quando este possuir apenas uma classe de cotas.[12] Esse alerta é feito sem prejuízo do posterior aprofundamento sobre o tema, para que não se estranhe as referências feitas às classes de cotas.

Finalmente, diversos temas abordados ao longo deste trabalho teriam substância para, por si só, serem objeto de trabalhos próprios, dada a relevância e profundidade das discussões que deles decorreriam. Contudo, aqui, muitos deles terão que ser abordados objetivamente, de forma a não comprometer o escopo desta pesquisa. Nesses casos, são referenciadas obras para fins de aprofundamento.

Feitas essas considerações introdutórias, passa-se a seguir à primeira etapa do estudo da responsabilidade civil dos administradores e gestores por danos causados ao patrimônio de fundos de investimento.

---

[12] Art. 3º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 175/2022: "Para fins do correto entendimento desta Resolução: I – as referências a 'fundo' ou a 'fundo de investimento' alcançam todas as suas classes de cotas; II – as referências a 'classe' e a 'classe de cotas' alcançam os fundos de investimento que emitem cotas em classe única; e III – as referências a 'regulamento' e a 'regulamento do fundo' alcançam os anexos descritivos das classes de cotas e os apêndices das subclasses".

1 O REGIME JURÍDICO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Há mais de meio século, Félix Ruiz Alonso – um dos primeiros autores a tratar dos fundos de investimento no Brasil – vislumbrou estes como instrumentos que permitiriam superar desafios típicos do ato de investir, uma vez que os fundos possibilitariam (a) o "somatório de esforços" a partir da aplicação de recursos provenientes de diversos investidores no mesmo veículo; (b) a mitigação de riscos, mediante o investimento em diferentes ativos, de forma que "o alto resultado de algu[ns] compense o baixo fruto de outr[os], atingindo-se, assim, um resultado médio satisfatório e uma segurança, sem dúvidas, também maior"; e (c) conferir liquidez às partes envolvidas, por meio de mecanismo de abertura que permitisse a entrada e saída contínua de investidores.[13]

Décadas depois, no final do milênio passado, Ricardo de Santos Freitas antevia os fundos de investimento como solução para outro problema dos investidores, a "árdua tarefa" de tomar as decisões relativas à alocação de seus recursos. Nas palavras do autor, "através da aplicação em um fundo, o investidor transfere a um profissional especializado a responsabilidade pela gestão de seus recursos".[14]

Diferentemente do que previu Ricardo de Santos Freitas, pode-se dizer que, atualmente, a "árdua tarefa" por ele mencionada se potencializou. A "era da informação" que se desenvolveu exponencialmente a partir da virada do milênio resultou em uma crescente facilidade no acesso a todo tipo de produto ou serviço. Com as oportunidades de investimento, isso não foi diferente.

---

[13] "A maneira prática, comercialmente falando, de conseguir maior segurança, rentabilidade e liquidez, consiste como tantas outras vezes – em somar esforços e distribuir os riscos. Somar esforços significa serem várias, ou muitas as pessoas que realizam investimentos. Distribuir os riscos da baixa rentabilidade de determinadas ações exige investir, não apenas numa empresa, mas em várias, de maneira que o alto resultado de algumas compense o baixo fruto de outras, atingindo-se, assim, um resultado médio satisfatório e uma segurança, sem dúvidas, também maior. A liquidez, talvez a meta mais difícil de ser atingida, também será alcançada se o grupo de investidores se mantiver aberto, isto é, se permitirem a entrada constante de novos interessados. Desta forma se estabelece um fluxo que permite àqueles que desejarem vender a sua participação, liquidá-la com facilidade, já que haverá outros interessados em adquirí-la" (ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 66, p. 223-271, 1971. p. 227).

[14] "Afinal, o investidor individual encontra-se hoje diante de uma árdua tarefa: identificar e compreender todos os investimentos disponíveis no mercado; acompanhar toda a carga de informação que é disponibilizada diariamente (e em tempo quase real, graças às agências de notícias on-line) e que, em maior ou menor grau, interfere na valorização ou na performance dos produtos financeiros; e analisar os riscos de cada investimento, tanto em relação a mercado quanto em relação a crédito. É nesse contexto que os fundos de investimento ganham espaço, pois, através da aplicação em um fundo, o investidor transfere a um profissional especializado a responsabilidade pela gestão de seus recursos" (FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 234).

Se os fundos de investimento surgiram como uma alternativa a investidores que não tinham como "acompanhar a carga de informação" relativa ao mercado e ativos financeiros individuais; hoje a proliferação de fundos de investimento transporta tais dificuldades à própria escolha destes. Afinal, dentre tantos, em qual fundo de investimento aplicar seus recursos?

Sem prejuízo dessa provocação, não se pode negar que os fundos de investimento possuem determinadas características que representam vantagens, quando comparados a outros ativos financeiros disponíveis ao investidor. Tais características consistem, resumidamente, nas seguintes:

a) a *concentração de esforços*, permitindo com que o investidor, destinando uma quantidade reduzida de recursos, mas que será somada aos recursos destinados pelos demais cotistas, tenha acesso a produtos financeiros que não conseguiria acessar investindo individualmente;

b) a *separação entre propriedade e gestão*,[15] a partir da prestação de serviços especializados, ao fundo de investimento, por profissionais qualificados e habilitados a tanto,[16] o que "tende a gerar rendimentos maiores do que o investidor individualmente conseguiria obter, já que os profissionais atuantes na área dispõem de projeções, estudos e experiência que lhes permitem realizar aplicações com maior probabilidade de êxito";[17]

c) a *diversificação proporcionada pela carteira do fundo de investimento*,[18] que permite que o investidor, aplicando recursos em um único ativo – a cota do fundo –, invista indiretamente na totalidade dos ativos que integram a carteira do veículo de investimento;

---

[15] "Muito embora os fundos de investimento sejam usualmente encarados a partir de suas características econômicas, como a possibilidade de conjunção de recursos de diversos investidores e diversificação de investimentos, o traço mais característico dessa figura é, como se mencionou, a separação entre propriedade e gestão: poupadores investem nesse tipo de veículo com a finalidade precípua de que a gestão de seus recursos seja delegada a um terceiro especializado no segmento no qual se deseja investir, cuja atuação determinará o desempenho do fundo" (TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; MAFRA, Ricardo. A responsabilidade de gestores em fundos de investimento de gestão não discricionária. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 269).

[16] "[...] os investidores confiam os seus recursos a profissionais habilitados e com expertise nos segmentos em que se pretende investir" (RANGEL; Alexandre; VIEIRA, Marcelo Soares Lima. Reflexões sobre o regime jurídico de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores de recursos no âmbito dos fundos de investimento. In: MARTINELLI, João Paulo; COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O empresário no banco dos réus:* responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021. p. 307-308).

[17] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais:* regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 122.

[18] EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, loc. cit.

d) como decorrência da mencionada diversificação, a *mitigação de riscos*, uma vez que "o rendimento satisfatório de determinados ativos" pode compensar "a eventual baixa dos demais";[19] e

e) em grande parte dos fundos, a *liquidez*, consistente na possibilidade de ingresso e saída de investidores a qualquer tempo, observados os prazos previstos no regulamento.

Feitas essas considerações iniciais, a primeira Seção deste trabalho tem por objetivo explicar em que consistem os fundos de investimento e analisar seus principais aspectos segundo a legislação brasileira. Não se pretende, nem de longe, esgotar matéria tão abrangente. Pelo contrário: além de uma necessária contextualização, a análise a seguir terá enfoque nos aspectos dos fundos que guardem pertinência com o tema da responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundos de investimento.

1.1 **Breve histórico legislativo e regulatório dos fundos de investimento no Brasil**

Até poucos anos atrás, no ordenamento jurídico brasileiro, os fundos de investimento não eram objeto de qualquer tipo de disciplina robusta e sistematizada na lei em sentido estrito.

Sem a pretensão de fazer uma retrospectiva histórica completa sobre o assunto, a Lei nº 3.470/1958 foi o primeiro diploma a fazer referência aos "fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimento" para afastar, em relação a tais veículos, as regras de imposto de renda aplicáveis às pessoas jurídicas.[20] Afirma-se, inclusive, que foi essa norma tributária que disseminou a utilização do instituto do condomínio para estruturação de fundos de investimento no país, visto o tratamento tributário favorável em comparação ao das pessoas jurídicas.[21]

Alguns anos mais tarde, foi editada a Lei nº 4.728/1965, tendo por objeto disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas para o seu desenvolvimento. O diploma menciona as sociedades e fundos de investimento principalmente em seus arts. 49 e 50. Nos termos da referida lei, a administração dos fundos caberia às sociedades de investimento, que dependiam

---

[19] EIZIRIK, Nelson. Fundo de Investimento. Não aplicação do CDC aos Quotistas. Fato do Príncipe Consistente na Mudança das Regras de Contabilização dos Títulos de sua Carteira. _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 549.

[20] PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento:* estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 33.

[21] ANDRADE, Rafael. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento:* origem, fundamentos e perspectivas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 169.

de autorização prévia do Banco Central do Brasil (BACEN) para funcionar. Nessa linha, o §3º de seu art. 49 atribuiu competência ao BACEN, de acordo com as normas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), para fiscalizar as sociedades de investimento e os fundos por elas administrados.

Conforme registrou Rafael Andrade, a Lei nº 4.728/1965 buscou incentivar a transposição do modelo condominial dos fundos de investimento para o modelo societário, inclusive permitindo que os fundos fossem convertidos em "sociedades anônimas de capital autorizado".[22] Entretanto, o mencionado tratamento tributário diferenciado conferido aos condomínios resultou no insucesso dessa pretensão legislativa.

Também sobre as referidas sociedades de capital autorizado, Félix Ruiz Alonso ressaltou tratarem-se de veículos que não eram dotados de toda a agilidade necessária para a prática dos investimentos, além de esbarrarem em dois limites: "um teto máximo, [consistente] no capital autorizado, acima do qual não podem vender ações a menos que celebrem nova Assembléia Extraordinária e seja autorizado capital superior; e um limite mínimo, [consistente] no capital subscrito, abaixo do qual não podem descer".[23] O mesmo autor, ainda nos anos 1970, previu que "nova legislação abrandará as disposições sôbre as sociedades de capital autorizado, a fim de que também por essa forma seja possível praticar a atividade de investimento de modo satisfatório".[24] Tal previsão, contudo, não se concretizou.

De todo modo, com a entrada em vigor da Lei nº 4.728/1965, o CMN passou a editar, em âmbito infralegal, normas regulamentando a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento em condomínio. A principal delas foi a Resolução CMN nº 145/1970, relativa aos "fundos mútuos de investimento sob a forma de condomínio aberto".[25]

A partir desse momento, iniciou-se o desenvolvimento do robusto arcabouço regulatório que, historicamente, disciplinou os fundos de investimento no Brasil.

Em 1976, foi editada a Lei nº 6.385, dispondo sobre o mercado de valores mobiliários e criando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em sua redação original, o referido diploma não elencava as cotas de fundos de investimento como valores mobiliários. Porém, diversos fundos investiam em ativos financeiros considerados valores mobiliários, especialmente em ações de companhias listadas em bolsa de valores. Por essa razão, foi atribuída à CVM a competência para disciplinar os fundos de investimento cujas carteiras fossem compostas por

---

22 Ibidem, p. 176-180.

23 ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 66, p. 223-271, 1971. p. 234.

24 ALONSO, loc. cit.

25 A Resolução CMN nº 145/1970 foi revogada pela Resolução CMN nº 961/1984.

tais ativos.

Entre os anos de 1976 e 2002, um fundo de investimento seria fiscalizado pelo BACEN ou pela CVM a depender da composição de sua carteira: caso composta preponderantemente por ativos de renda fixa, submetia-se à regulamentação do BACEN; e, caso composta preponderantemente por ativos de renda variável, às normas da CVM.[26]

No ano de 2001, por meio da Lei nº 10.303, reformulou-se o conceito de valor mobiliário previsto na Lei nº 6.385/1976, momento a partir do qual as cotas de fundos de investimento passaram a ser textualmente consideradas valores mobiliários e, assim, submetidas ao regime regulatório da CVM. Desse momento em diante, conforme formalizado por meio da Decisão-Conjunta BACEN-CVM nº 10/2002, a CVM – a partir das orientações gerais fixadas pelo CMN – passaria a ser a autoridade competente para regulamentar todos os fundos de investimento (independentemente da composição da sua carteira),[27] bem como os principais prestadores dos serviços relativos a tais fundos.

Desde que passou a concentrar a função normativa relacionada aos fundos de investimento, a CVM vem desempenhando relevantíssimo papel na consolidação, no desenvolvimento e na disseminação do instituto, o que fica evidenciado pelos números expostos na Introdução deste trabalho.

Sem prejuízo da contribuição histórica do BACEN, fato é que foram as normas editadas pela CVM que se tornaram verdadeiras referências na disciplina e estudo da matéria. Contudo, perceba-se a seguinte contradição: ao mesmo tempo em que a CVM avançava no aprimoramento da disciplina jurídica dos fundos de investimento no Brasil; a única lei em sentido estrito

---

[26] "O que determina as diferentes competências é a constituição da carteira dos fundos. Nesse passo, basicamente e por óbvio, se a carteira é constituída preponderantemente de valores mobiliários (pelo menos 51%) estaremos diante da competência da CVM. Se, por outro lado, a carteira é constituída preponderantemente de títulos de renda fixa (no mínimo 51%) estaremos diante da competência do Bacen" (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, a. 4, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001. p. 2 – versão eletrônica). No mesmo sentido: MARTINS Neto, Carlos. *A responsabilidade do cotista do fundo de investimento em participação*. Rio de Janeiro: Almedina, 2017. p. 33.

[27] José Eduardo Carneiro Queiroz antecipou, em 1999, a possibilidade de concentração da regulação do segmento de fundos de investimento pela CVM em razão da ampliação do conceito de "valor mobiliário", nos seguintes termos: "Portanto, é possível denotarmos que esse segmento do mercado de capitais poderá num futuro recente ser na sua totalidade regulado pela CVM por conta do entendimento de que mais ativos financeiros foram incluídos no âmbito da Lei nº 6.385/76 como valores mobiliários, levando a que os fundos de investimento que invistam seus recursos em tais ativos agora abrangidos pelo conceito de valor mobiliário também estejam sujeitos à regulamentação da CVM; ou por um entendimento mais simples, baseado na conclusão de que toda e qualquer quota de fundo de investimento, quer de renda fixa quer de renda variável, tem as características dos 'contratos de investimento', devendo assim ser quaisquer fundos de investimento regulados pela autoridade do Mercado de Capitais" (QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil. In: MOSQUEIRA, Roberto Quiroga. *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 135).

que se ocupava os fundos de investimento em geral[28] era a mencionada Lei nº 4.728/1965, que atribuía não à CVM, mas sim ao BACEN e ao CMN, as funções fiscalizatória e normativa relativas a tais veículos. Tal contradição evidencia que as disposições sobre fundos de investimento contidas na Lei nº 4.728/1965 foram sendo paulatinamente esvaziadas, tendo tal diploma, atualmente, pouquíssima utilidade para a disciplina do tema, embora permaneça formalmente em vigor.

Apenas anos mais tarde, com a edição da Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica), os fundos de investimento passariam a ter disciplina legal mais coerente com a realidade prática do instituto.

1.1.1 Aspectos e principais modificações decorrentes da Lei da Liberdade Econômica

A Lei da Liberdade Econômica decorreu da conversão da Medida Provisória nº 881/2019, editada com o objetivo de, em caráter emergencial, fixar os direitos do brasileiro "contra um estado irracionalmente controlador".[29] Daí a norma conter, em seu art. 3º, rol com mais de uma dezena de "direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômico do País", formando o que a própria lei denomina "Declaração de Direitos de Liberdade Econômica".

No tocante aos fundos de investimento, a Exposição de Motivos da Lei da Liberdade Econômica se limita a consignar que seu objetivo seria o de assegurar "a legalidade de responsabilidade limitada para fundos de investimento, o que deverá aumentar a segurança da modalidade por meio dessas estruturas".[30]

Contudo, as disposições sobre fundos de investimento introduzidas nos arts. 1.368-C a

---

[28] De forma proposital, a presente análise desconsiderou a Lei nº 8.668/1993, relativa ao funcionamento e ao regime tributário dos fundos de investimento imobiliário. Sem dúvida, trata-se do diploma legal contendo a disciplina mais completa sobre fundo de investimento no ordenamento jurídico brasileiro. Contudo, suas disposições referem-se exclusivamente a uma única modalidade de fundo: os imobiliários, que representavam pouco mais de 2,5% do total de fundos de investimento no Brasil em 31 de dezembro de 2021 (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Consolidado Histórico de Fundos de Investimento – Março/2022*. São Paulo, 26 abr. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em 2 maio 2022). Além disso, se desconhece eventual pretensão de que a disciplina legal dos fundos imobiliários, seja por analogia, seja por qualquer outra técnica de interpretação, fosse estendida às demais categorias de fundos de investimento. Dessa forma, a Lei nº 8.668/1993 não deve ser considerada um marco legal no que diz respeito aos fundos de investimento em geral.

[29] BRASIL. Ministério da Economia. Advocacia-Geral da União. Ministério da Justiça e Segurança Pública. *EMI nº 00083/2019 ME AGU MJSP*. Brasília, 11 abr. 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 28 ago. 2022. p. 2.

[30] Ibidem, p. 5.

1.368-F do Código Civil por meio da Lei da Liberdade Econômica vão muito além da questão da limitação de responsabilidade. Sem desconhecer das críticas ao seu conteúdo,[31] fato é que a Lei da Liberdade Econômica teve a importância e o mérito de conferir aos fundos de investimento a base legal até então inexistente.

Com efeito, este trabalho foi elaborado contemplando as alterações promovidas pela Lei da Liberdade Econômica no regime jurídico dos fundos de investimento. De todo modo, vale destacar as seguintes mudanças decorrentes da referida lei em relação ao regime anterior:

a) outorga de ampla competência à CVM para regulamentar os fundos de investimento, pondo fim a discussões sobre os limites da atuação normativa da autarquia em relação à matéria;
b) previsão legal expressa de que o registro do regulamento dos fundos de investimento na CVM é condição suficiente para garantia sua publicidade e oponibilidade de efeitos em relação a terceiros, eliminando a inócua necessidade, até então vigente, de que tal documento fosse registrado em cartório de títulos e documentos;
c) previsão da possibilidade de que o regulamento do fundo limite a responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas (assunto que será abordado na subseção 1.8.3);[32]
d) balizas acerca da atuação dos prestadores de serviços dos fundos de investimento, inclusive no que diz respeito ao seu regime de responsabilidade civil e a questão da solidariedade (tópico que se relaciona consideravelmente com o tema deste trabalho e, portanto, será muito discutido – especialmente a partir da Seção 2);
e) possibilidade de criação de diferentes classes de cotas em um mesmo fundo de investimento, com patrimônios segregados para cada classe; e
f) definição do modelo de regime de insolvência dos fundos de investimento de responsabilidade limitada, fazendo referência às regras dos arts. 955 a 965 do Código Civil (que tratam da insolvência civil).[33]

---

31 Tais críticas vão desde a disposição topográfica da disciplina sobre fundos de investimento, inserida dentre os dispositivos do Código Civil que tratam dos condomínios; até pontos específicos sobre o teor dos arts. 1.368-C e seguintes. Ao longo deste trabalho, algumas dessas discussões serão abordadas.

32 Sobre o tema: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PINTO, Vitor Mendes Costa. A limitação da responsabilidade dos cotistas nos fundos de investimento em participações: novos caminhos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 91-108.

33 Sobre o tema: CANTIDIANO, Maria Lucia; CANTIDIANO, Isabel; KNEITZ, Camila. Fundos de investimento e insolvência: notas sobre aplicação das regras do Código Civil sobre preferências e privilégios creditórios. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 73-90.

1.2 **Natureza jurídica dos fundos de investimento**

A questão da natureza jurídica talvez seja a matéria mais discutida em relação aos fundos de investimento, a ponto de se afirmar que existiria uma "quase obsessão" da doutrina pelo assunto.[34]

A fixação da natureza jurídica de qualquer instituto jurídico é de extrema importância por diversas razões. A natureza jurídica "define o regime jurídico em concreto, define as normas que preencherão eventuais vazios normativos de uma disciplina especial, e é amiúde objeto de fundamento decisivo para a determinação das consequências jurídicas de um fato qualificado pelo direito".[35] Deve ser, assim, o ponto de partida do estudo de qualquer instituto jurídico.

No caso dos fundos de investimento, a definição de sua natureza jurídica possui importância prática, inclusive para se definir quais regras do ordenamento jurídico devem reger supletivamente o instituto em caso de omissões da regulamentação;[36] qual o regime de responsabilidade dos cotistas;[37] dentre outras aplicações.[38]

Para fins deste trabalho, a questão da natureza jurídica dos fundos de investimento é relevante para construção de premissas e conceitos que impactam a definição do regime jurídico de responsabilidade do administrador e do gestor por danos causados ao patrimônio do fundo, inclusive no tocante à capacidade negocial de tais veículos, aos deveres fiduciários dos prestadores de serviços essenciais e ao estabelecimento dos vínculos jurídicos entre os cotistas, em uma ponta; e o administrador e o gestor, em outra ponta.

Por essa razão, serão objetivamente expostos abaixo os elementos das principais teorias explicativas da natureza jurídica dos fundos de investimento, quais sejam: a teoria condominial; a teoria societária; a teoria da propriedade fiduciária; e a teoria do patrimônio separado.[39]

---

[34] YAZBEK, Otavio. Prefácio. In: PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento:* estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 9; e ANDRADE, Rafael. Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 23, n. 88, p. 179-204, abr./jun. 2020. p. 2, versão eletrônica.

[35] VIVAN FILHO, Geraldo Tadeu. "Natureza Jurídica": ela está no meio de nós? *Res Severa Verum Gaudium*, Porto Alegre, v. 3, n. 1, p. 28-56, 2017. p. 30-31.

[36] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 257; PAVIA, op. cit., p. 48.

[37] MARTINS NETO, Carlos. A *responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. Rio de Janeiro: Almedina, 2017. passim.

[38] ANDRADE, op. cit. (2020), p. 6-10, versão eletrônica.

[39] Além dessas, a doutrina costuma ressaltar a *teoria da comunidade não condominial* e a *teoria da propriedade em mão comum*, com origens nos Direitos português e germânico, respectivamente. Contudo, os autores que abordam tais teorias trazem elementos que afastam sua aplicabilidade no Direito brasileiro, razão pela qual seu estudo assume caráter secundário. Dentre todos, cf. CARVALHO, op. cit., p. 187-191; MARTINS NETO, op. cit., p. 38-40; PAVIA, op. cit., p. 43-44; e FREITAS, op. cit. (2006), p. 186-190).

Segundo a *teoria condominial (ou da copropriedade)*, os fundos de investimento não possuiriam personalidade jurídica própria, consistindo em um grupo de pessoas que "aglutinam recursos financeiros para serem titulares, conjuntamente, da propriedade de tais recursos e de seus frutos".[40]

A doutrina que afirma serem os fundos de investimento condomínios vem de mais de meio século. Félix Ruiz Alonso fez interessante ponderação de que o condomínio, conforme originalmente concebido, é uma situação de fato que o direito busca afastar. Contudo, um condomínio voluntário – como é o caso dos fundos de investimento – seria "pacífico" e adequado para "regulamentar os interêsses e a divisão das partes".[41] Pontes de Miranda, em seu Tratado de Direito Privado, registra a natureza condominial dos fundos de investimento.[42]

Como se viu, ainda em 1958, a Lei nº 3.470 já mencionava os "fundos constituídos em condomínio". Não há como se negar que a teoria condominial foi sendo paulatinamente reforçada pela regulamentação editada pelo BACEN e pela CVM, sempre se referindo aos fundos como condomínios. Além disso, como dito anteriormente, razões de ordem prática levaram os fundos a efetivamente se organizarem em estruturas condominiais, como aspectos tributários[43] e a flexibilidade que a quase-inexistência de disposições legais sobre o tema conferia.[44]

Essa teoria, por outro lado, esteve sujeita a recorrentes críticas. Mário Tavernard Martins de Carvalho, por exemplo, ressaltou que os fundos contrariavam uma série de normas imperativas aplicáveis ao instituto do condomínio.[45] Carlos Martins Neto apontou a seguinte incompatibilidade: no momento de sua criação pelo administrador, o fundo não tem cotistas ou

---

40 MARTINS NETO, op. cit., p. 36.

41 ALONSO, op. cit., p. 236-237.

42 "O fundo comum, não-societário, de investimento estabelece condomínio do dinheiro ou dos valores, ou do direito e dos valores, conforme a cotação do dia de entrada. Tem-se de pensar em quem o administre: uma pessoa ou duas ou mais pessoas são outorgadas para as operações de investimento. Não há sociedade, de modo que a propriedade continua com os prestadores. Se se introduz o elemento de fidúcia, não deixa de haver o condomínio, mas há a legitimação fiduciária dos fiduciantes (portanto – de per si), ou há a legitimação dos fiduciantes em comum" (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado:* Direito das Obrigações; Controle das Sociedades; Sociedades de Investimento. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. LI, p. 317).

43 "Por fim, a última conclusão, já perceptível desde a gênese da indústria de fundos de investimento no Brasil, é que o aspecto tributário talvez tenha sido, senão o principal, um dos mais importantes fatores que influenciaram na moldagem do modelo brasileiro de fundos de investimento ao redor do instituto do condomínio" (ANDRADE, Rafael. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento:* origem, fundamentos e perspectivas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 180).

44 "[...] a nossa base legal tão vaga, contida na mera referência, na Lei nº 4.728/1965, a fundos de investimento organizados sob a forma de condomínio, é, muitas vezes, vista como interessante pelos agentes econômicos – afinal, regimes legais muito mais detalhados tendem, com o tempo, a se mostrar limitadores da evolução do mercado" (YAZBEK, Otavio. A lei n.º 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luis F.; CUEVA, Ricardo V. B.; FRAZÃO, Ana (Orgs.). *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 552).

45 CARVALHO, op. cit., p. 185.

patrimônio. Logo, "se não há bem para ser titularizado coletivamente, tampouco titulares para esse bem inexistente, resta impossibilitado o enquadramento do fundo como condomínio".[46]

A principal teoria que se opõe à condominial é a *teoria societária*.[47] Segundo esta, o fundo seria enxergado como estrutura associativa, com personalidade jurídica e capacidade distintas das de seus membros.[48]

Parte da doutrina defende que os três elementos previstos no art. 981 do Código Civil para configuração de sociedade (contribuição em bens ou serviços; desempenho de atividade econômica; e divisão, entre os sócios, dos resultados) estariam presentes nos fundos de investimento.[49] Ricardo de Santos Freitas, indo mais além, afirma que, em razão do disposto no art. 983, parágrafo único, do Código Civil, poderiam as normas da CVM criar tipos societários próprios, razão pela qual fundos seriam sociedades[50] (conclusão que é criticada por Mário Tavernard).[51] Por seu turno, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França concluiu que os fundos se enquadrariam no conceito de sociedade em comum e, portanto, seriam despersonificados.[52]

No Brasil, pelas razões anteriormente colocadas, a utilização de estruturas societárias na organização de fundos de investimento não logrou êxito prático. Nesse cenário, atribuir personalidade jurídica aos fundos de investimento demandaria solução *de lege ferenda*, mediante edição de lei específica contemplando tais veículos no rol de pessoas jurídicas, conforme sugerido por Carlos Martins Neto (para quem os fundos deveriam ser legalmente reconhecidos como pessoa jurídicas de natureza própria).[53] Essa solução, contudo, não foi a escolhida pelo legislador.

Uma terceira teoria que deve ser mencionada é a da *propriedade fiduciária*. Segundo esta, o administrador seria o proprietário fiduciário do patrimônio do fundo de investimento, possuindo os poderes dominiais em relação aos bens que compõem tal patrimônio.[54] A relação entre administrador e os cotistas, assim, decorreria de um mandato outorgado por estes ao primeiro. Por essa razão, os direitos dos cotistas sobre o fundo possuiriam fonte obrigacional; e

---

46 MARTINS NETO, op. cit., p. 37-38.
47 Dentre todos, vide a obra de Ricardo de Santos Freitas dedicada ao tema: FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. passim.
48 MARTINS NETO, op. cit., p. 42.
49 CARVALHO, op. cit., p. 192-195.
50 FREITAS, op. cit. (2006), p. 201-218.
51 CARVALHO, op. cit., p. 195-197.
52 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Parecer sobre: a natureza jurídica dos fundos de investimento; conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 6, p. 11-39, jul./dez. 2006.
53 MARTINS NETO, op. cit., p. 161-162.
54 PAVIA, op. cit., p. 44; e FREITAS, op. cit. (2006), p. 190.

não real.[55]

A doutrina ressalta que as bases de tal teoria estão muito mais alinhadas com o regime de países de *common law*, em que se admite amplamente o desdobramento da propriedade em situações envolvendo o instituto do *trust*.[56] Em países de *civil law*, como é o Brasil, essa teoria perde força, visto a necessidade de que cada bem esteja vinculado a um patrimônio; e o mandato não servir de instrumento para transmitir propriedade.[57]

Finalmente, Milena Donato anotou que "os fundos de investimento, quando titularizados pelos quotistas, traduzem, de ordinário, comunhão sobre uma universalidade, isto é, sobre o patrimônio que os quotistas formam com a união de seus recursos". Trata-se da adoção da *teoria do patrimônio separado*.

Diferenciando "comunhão sobre propriedade" de "comunhão sobre patrimônio", a autora considera o instituto do condomínio inadequado para explicar alguns fenômenos relacionados aos fundos.[58] Defende, assim, que os fundos de investimento se configurariam patrimônio separado, consistindo universalidade de direito (objeto de direito em si mesmo, independentemente dos elementos que o compõem). Tal patrimônio seria de titularidade: (a) do administrador no caso dos fundos de investimento imobiliário (FII), por força do que dispõe a Lei nº 8.668/1993;[59] e (b) dos cotistas, nos demais fundos de investimento, não se confundindo com o patrimônio geral de cada um deles.[60]

Sem se alongar mais nesse tópico, com a edição da Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica), o legislador reforçou as existentes referências ao fundo de investimento como um condomínio, acrescentando possuir este uma "natureza especial", na tentativa de diferenciá-lo expressamente de outras formas de condomínio disciplinadas no Código Civil.[61]

---

55 CARVALHO, op. cit., p. 191; MARTINS NETO, op. cit., p. 40-41.

56 Sobre o instituto do *trust*, cf. OLIVA, Milena Donato. O trust e o direito brasileiro. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 6, p. 149-177, jan./jun. 2010.

57 CARVALHO, op. cit., p. 192; MARTINS NETO, loc. cit.

58 OLIVA, Milena Donato. Indenização devida "ao fundo de investimento": qual quotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 100, n. 904, p. 73-96, fev. 2011. p. 2, versão eletrônica.

59 Art. 6º da Lei nº 8.668/1993: "O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário".

60 OLIVA, op. cit. (2011), p. 6, versão eletrônica. Em novo artigo publicado em 2021 por Milena Donato e Pablo Renteria, ficou registrado que a opinião da autora sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento não se alterou mesmo com o advento da Lei nº 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica). Cf. OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 17-18.

61 Art. 1.368-C do Código Civil: "O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza".

Assim, a despeito das críticas, o Código Civil (conforme alterado pela Lei da Liberdade Econômica) positivou a teoria condominial no tocante à natureza jurídica dos fundos de investimento. Por outro lado, mesmo à luz do disposto no Código, permanece a dúvida: em que consistiria a "natureza especial" desse tipo de condomínio?

Que o condomínio em torno do qual um fundo de investimento se organiza não se confunde com os condomínios geral e edilício disciplinados pelo Código Civil, isso sempre esteve evidente. Ao menos desde os anos 70, a doutrina afirmava que não seria possível ignorar as referências do legislador ao instituto do condomínio ao tratar dos fundos de investimento; mas que, ao mesmo tempo, tal instituto estaria sendo "alargado" e, somente em parte, coincidiria com o condomínio tradicional.[62]

Não por outro motivo a Lei da Liberdade Econômica introduziu dispositivo no Código Civil afastando expressamente a aplicação das regras sobre condomínio voluntário, necessário, edilício e de lotes previstas no mesmo Código aos fundos de investimento.[63]

Sob outra ótica, a nova e enxuta disciplina legal, em certo grau, mantém viva as discussões sobre a natureza jurídica do fundo de investimento,[64] tendo em vista que a mera referência a uma "natureza especial" não solucionaria alguns aspectos práticos, como a definição das normas supletivamente aplicáveis ao instituto. Daí críticas no sentido de que a solução legal teria, em certo grau, gerado impressão e inconsistência.[65]

Sem estar alheio a isso, para fins do presente trabalho, tomar-se-á a natureza jurídica dos fundos de investimento como sendo a de um condomínio de natureza especial, conforme previsto em lei.

---

62 "Reconhecendo a forma 'condomínio' para os Fundos de Investimento Mobiliários, não se ignora o alargamento que se está fazendo daquêle instituto. O legislador, porém, desde 1959 vem se referindo incessantemente, a êsses Fundos com a designação de condomínios. Não se poderia cogitar que o legislador errasse, e menos ainda, que a lei habitualmente, estivesse eivada de impropriedades. Lógico, será pensar que está nascendo um novo instituto, em parte coincidente com o tradicional condomínio, e em parte com traços novos que o legislador e a doutrina, paulatinamente, trarão à tona" (ALONSO, op. cit., p. 244).

63 Art. 1.368-C, parágrafo primeiro, do Código Civil: "Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código".

64 Exemplificativamente, cf. OLIVA; RENTERIA, op. cit., (2021), p. 17.

65 "[...] cabe crítica à Lei de Liberdade Econômica por não ter definido o que é um 'condomínio de natureza especial', assim como não ter estabelecido a disciplina jurídica desse 'tipo especial' de condomínio [...] a atribuição, por expressa disposição legal, da natureza jurídica de condomínio 'especial' aos fundos de investimento acaba por gerar imprecisão e inconsistência em campos como a responsabilidade do cotista e o procedimento para solucionar a insolvência dos fundos com responsabilidade limitada" (MARTINS NETO, Carlos. Natureza jurídica dos fundos de investimento e responsabilidade de seus cotistas à luz da Lei da Liberdade Econômica: como ficou e como poderia ter ficado. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 70).

1.3 **Classificações dos fundos de investimento**

A possibilidade ou facilidade de entrada ou saída de cotistas em determinando fundo de investimento e, ainda, a categoria no qual se enquadra a classe de cotas ou o fundo são aspectos relevantes que podem impactar os riscos assumidos pelos cotistas e, ainda, a forma como estes exercem seus direitos. Por essa razão, vale dedicar breves linhas às principais formas como os fundos são classificados.

1.3.1 Fundos abertos e fundos fechados

Quanto à possibilidade de resgate de cotas, os fundos de investimentos podem ser classificados em fundos abertos e fundos fechados.[66]

Fundos abertos (ou constituídos como de regime aberto) são aqueles nos quais todas as classes de cotas emitidas forem abertas. Por sua vez, é considerada aberta a classe cujo regulamento admite que os cotistas solicitem o resgate das cotas de sua titularidade a qualquer tempo. Os fundos fechados (ou de regime fechado), por consequência, possuem a totalidade das suas classes de cotas fechadas. Nas classes fechadas, não se admite o resgate de cotas.[67]

Segundo Herbet Kugler, o regime aberto ou fechado impacta na liquidez da cota, "isto é, na capacidade que o cotista possui de monetizar o valor da sua cota e a velocidade com que isso ocorre".[68]

Com efeito, no regime aberto, o cotista pode a qualquer tempo emitir ordem ao administrador requerendo o resgate de suas cotas. O resgate consiste em "um direito potestativo do

---

66 Art. 5º, parágrafo sétimo, da Resolução CVM nº 175/2022: "Denominam-se: I – aberta: a classe cujo regulamento admite que as cotas sejam resgatadas; e II – fechada: a classe cujo regulamento não admite o resgate de cotas".

67 Essa distinção não é exclusividade do direito brasileiro. Nesse sentido, sobre a diferença entre fundos abertos (*open-end*) e fechados (*closed-end*) nos Estados Unidos da América, confira-se as palavras de John Morley: "*Mutual funds are sometimes called 'open-end' funds to distinguish them from 'closed-end' funds. Closed-end funds are similar to mutual funds in many respects. They are pools of investment securities, they sell interests widely to the general public, and they must comply with the ICA. The primary difference is that closed-end funds do not allow shareholders to redeem. Rather than redeeming, closed-end fund shareholders dispose of their shares by selling them on stock exchanges, just as they might do with the shares of operating companies*" (MORLEY, John. The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 123, p. 1228-1287, 2014. p. 1235).

68 KUGLER, Herbert Morgenstern. *O poder de controle no fundo de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 80.

cotista e uma obrigação do administrador do fundo".[69-70] Basta que o cotista solicite o resgate que o administrador estará obrigado a efetivá-lo e pagar o valor correspondente às cotas resgatadas nos prazos regulamentares.[71]

Por isso, nos fundos de investimento abertos, a aplicação e o resgate funcionam como principais mecanismos de entrada e saída (respectivamente) do investidor no veículo. Vale notar que a regulamentação sequer admite a cessão de cotas de fundos abertos, salvo nas seguintes hipóteses: decisão judicial ou arbitral; operações de cessão fiduciária; execução de garantia; sucessão universal; dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; ou transferência de administração ou portabilidade.

Nos fundos fechados, entretanto, essa dinâmica é bem distinta. Nestes, não se admite o resgate das cotas, de forma que o principal meio de "saída" dos investidores se opera mediante transferência das cotas a outra pessoa, pela formalização de termo de cessão ou negociação de cotas em mercado organizado (caso admitidas).[72]

Especialmente quando as cotas de classe fechada não forem negociadas em mercado organizado, o cotista poderá encontrar dificuldade em identificar compradores, o que impacta na liquidez de seu investimento. A alternativa ao cotista, nesses casos, é aguardar o término do prazo de duração do fundo ou reunir-se com outros cotistas para deliberar sua liquidação em assembleia geral.

1.3.2 Principais categorias de fundos de investimento

1.3.2.1 Fundos de investimento financeiro e seus tipos

Além de serem abertos ou fechados os fundos de investimento podem ser de determinadas categorias. A principal categoria abrange os fundos de investimento financeiro (ou FIF),

---

69 CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 90.

70 A regulamentação até admite o resgate compulsório de cotas de fundos abertos em determinadas hipóteses, embora trate-se de prática incomum (Art. 42 da Resolução CVM nº 175/2022: "As classes abertas podem realizar o resgate compulsório de suas cotas, desde que: I – o regulamento ou a assembleia de cotistas assim autorize, bem como determine claramente a forma e condições por meio do qual referido procedimento deve ser realizado; II – o resgate compulsório seja realizado de forma equânime, simultânea e proporcional entre todos os cotistas da mesma classe e subclasse; e III – não seja cobrada taxa de saída").

71 KUGLER, op. cit., p. 82.

72 Art. 17 da Resolução CVM nº 175/2022: "Sem prejuízo da portabilidade das cotas pelos seus titulares, as cotas de classe fechada e seus direitos de subscrição podem ser transferidos, seja por meio de termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou por meio de negociação em mercado organizado".

regulamentados pelas regras gerais da Resolução CVM nº 175/2022 e, especificamente, por seu Anexo Normativo I.[73]

Como se sabe, até a edição da referida Resolução, vigorava a Instrução CVM nº 555/2014, aplicável (a) a todos os fundos de investimento que não fossem regidos por norma própria; e, ainda, (b) de forma subsidiaria, aos fundos regulados por norma própria, naquilo que com estas não conflitasse.[74] Os fundos regulados exclusivamente pela Instrução CVM nº 555/2014, por não possuírem uma designação própria, eram apelidados pelo mercado de "fundos 555". No regime atual, os antigos "fundos 555" foram formalmente designados FIF. Os demais fundos, então disciplinados por normas específicas e atualmente regulamentados nos demais Anexos Normativos da Resolução CVM nº 175/2022, são conhecidos como "fundos estruturados".[75]

Os FIF possuem uma "carteira", que consiste no conjunto de ativos financeiros e disponibilidades do fundo. Sobre esse particular, o conceito normativo de "ativos financeiros" engloba uma ampla gama de títulos, contratos e produtos, incluindo títulos públicos; derivativos; créditos de descarbonização (CBIO), créditos de carbono, criptoativos (estes últimos três, desde que observados determinados requisitos); ouro (desde que negociado em padrão internacionalmente aceito); títulos, contratos ou modalidades operacionais de instituições financeiras; e, desde que o ativo tenha sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou o registro da oferta tenha sido dispensado, ações, debêntures, notas comerciais, notas promissórias, títulos de securitização, bônus e recibos de subscrição, cupons, certificados de depósito de valores mobiliários, *Brazilian depositary receipts – BDR*, cotas de fundos de investimento e contratos de investimento coletivo.

Dada a amplitude dos ativos financeiros que podem compor suas carteiras, os FIF (ou suas classes de cotas) são tipificados de determinadas maneiras. Tais tipos decorrem da preponderância da modalidade de ativos financeiros que compõem a carteira do fundo ou classe, o que possui reflexos nos riscos a que o investidor se submete ao destinar seus recursos ao patrimônio do fundo. Servem, assim, como uma referência ao investidor no momento de optar em qual

---

[73] Em diversos trabalhos acadêmicos sobre fundos, as diferentes "categorias" de fundos de investimento mencionadas neste trabalho são referenciadas como "tipos" ou "modalidades" de fundos. A partir da edição da Resolução CVM nº 175/2022, a CVM padronizou a nomenclatura utilizada, ao consignar no art. 2º da norma que seus Anexos Normativos se aplicariam às diferentes "categorias" de fundos. "Tipos", por sua vez, serão utilizados para se referir às eventuais divisões dentro de cada categoria.

[74] VIEIRA, Juliana Botini Hargreaves; TINOCO, Camila. A delimitação das atribuições dos administradores fiduciários e dos gestores de recursos à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 194.

[75] Ibidem, p. 194-195.

fundo ou classe investir.[76]

Os tipos nos quais os FIF ou suas classes de cotas podem ser enquadrados são os seguintes: renda fixa; ações; cambiais; multimercado; incentivados em infraestrutura; destinados à garantia da locação imobiliária; concentração em crédito privado.[77] A regulamentação permite, ainda, que fundos de investimento ou classes de cotas sejam classificados como *fundos de investimento em cotas* (FIC), quando os fundos ou as classes mantiverem, no mínimo, 95% de seu patrimônio investido em cotas de outro fundo de investimento de uma mesma categoria ou, no caso dos fundos multimercado, de categorias distintas.

1.3.2.2 Outras categorias de fundos de investimento

Como dito, para além dos FIF, a regulação da CVM contempla outras categorias de fundos de investimento, apelidados de "fundos estruturados". Cabe registrar aqui, brevemente, a existência das principais categorias, quais sejam os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), os fundos de investimento em participações (FIP) e os fundos de investimento imobiliário (FII).

Fundos de investimento em direitos creditórios são aqueles cujas classes (se houver divisão em classes) destinam parcela preponderante dos seus patrimônios líquidos para a aplicação em direitos creditórios, estando atualmente disciplinados no Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175/2022.[78] Entende-se por parcela preponderante mais do que 50% do patrimônio líquido do fundo de investimento ou da classe de cotas.

Direitos creditórios, por sua vez, são definidos como direitos e títulos representativos de crédito, valores mobiliários representativos de créditos, certificados de recebíveis e outros valores mobiliários representativos de operações de securitização (que não sejam lastreados em direitos creditórios não-padronizados) e, por equiparação, cotas de outros FIDC.[79]

---

[76] CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 144.

[77] A descrição sobre cada tipo de FIF, bem como dos fatores de risco envolvidos, constam da própria regulamentação da CVM. Nesse sentido, vide os arts. 49 a 70 do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175/2022. Para doutrina sobre os tipos de FIF, confira-se, dentre todos, CARVALHO, op. cit., p. 144-148; e DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 102-110.

[78] Anteriormente, os FIDC eram disciplinados pela Instrução CVM nº 356/2001.

[79] Até a edição da Resolução CVM nº 175/2022, os direitos creditórios dos FIDC, para serem caracterizados como tais, deveriam ser originados de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. Com a edição da Resolução CVM nº 175/2022, a CVM optou por não mais restringir os direitos creditórios a determinados setores da economia, ampliando seu conceito.

Sobre a forma de atuação dos FIDC, Mario Tavernard ressalta sua importância na economia, por possibilitarem "que sociedades com recebíveis futuros possam ceder esses direitos creditórios e antecipar o recebimento de valores devidos, adequando o fluxo de caixa. Em consequência, o FIDC, a princípio, passa a ser titular do respectivo direito creditório".[80]

A classes de cotas de FIDC podem ser abertas ou fechadas. Além disso, até a edição da Resolução CVM nº 175/2022, o investimento em FIDC era destinado exclusivamente a investidores qualificados (conforme será melhor explicado na subseção 1.8.1 desta Seção). Atualmente, admite-se a distribuição de cotas de FIDC ao público em geral, desde que atendidos determinados requisitos regulatórios, previstos no art. 13 do Anexo Normativo II da referida Resolução.

Dando sequência à apresentação das principais categorias de fundos, os *fundos de investimento em participações* (FIP) são aqueles destinados à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas.

Em qualquer caso o FIP deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, devendo tal participação ocorrer por meio de: detenção de ações que integrem o bloco de controle; celebração de acordo de acionistas ou de qualquer outro contrato, acordo, negócio jurídico; ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade.

Os FIP são regulamentados pela Instrução CVM nº 578/2016.[81] Somente podem ser constituídos sob a forma de condomínio fechado e destinados a investidores qualificados. Carlos Martins Neto resume bem a sistemática dos FIP:

> Popularmente conhecidos como fundos de *private equity*, os fundos de investimento em participação adquirem tais valores mobiliários visando a sua valorização e posterior alienação com lucro. A alienação da participação, pelo FIP, pode ocorrer de forma privada, para qualquer particular, ou em bolsa de valores, no âmbito de oferta pública

---

80 CARVALHO, op. cit., p. 162.

81 Conforme consignado no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020, até a entrada em vigor da Resolução CVM nº 175/2022, os demais Anexos Normativos serão incorporados à norma, o que inclui um Anexo Normativo relativo aos FIP, revogando a Instrução CVM nº 578/2016 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 27 dez. 2022). Contudo, até o momento de conclusão deste trabalho, o novo Anexo Normativo referente aos FIP ainda não tinha sido editado pela CVM.

> secundária de ações.[82]

Finalmente, os *fundos de investimento imobiliário* (FII) são os únicos que encontram maior detalhamento na lei em sentido estrito, sendo disciplinados pela Lei nº 8.668/1993. Nos termos do art. 1º desta lei, os FII não possuem personalidade jurídica e são caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.

Sem prejuízo da disciplina legal, os FII são regulamentados pela Instrução CVM nº 472/2008.[83] Embora a lei não esclareça o que são os "empreendimentos imobiliários" nos quais os FII podem investir, o art. 45 da referida Instrução contempla rol de ativos que podem ser adquiridos por esses fundos, que inclui direitos reais sobre bens imóveis; ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII; certificados de potencial adicional de construção (CEPAC); cotas de outros FII; certificados de recebíveis imobiliários; letras hipotecárias; letras de crédito imobiliário; e letras imobiliárias garantidas, dentre outros.

Sobre a importância dos fundos imobiliários, vale citar mais uma vez as considerações de Mario Tavernard Martins de Carvalho:

> O FII, portanto, foi concebido com o escopo de viabilizar empreendimentos imobiliários, como prédios com unidades habitacionais, hotéis, shoppings centers, prédios de escritórios, hospitais etc. Esse instrumento (FII) representa, simultaneamente, uma profícua fonte de recursos para o mercado imobiliário e uma alternativa de investimento para o mercado de capitais, propiciando inclusive a participação de pequenos e médios investidores nesse setor da economia.[84]

Os FII devem necessariamente ser constituídos sob a forma de condomínio fechado, podendo ter prazo determinado ou indeterminado. Podem ser distribuídos tanto para o público em geral, quanto para investidores qualificados e profissionais.

Há uma característica estrutural que diferencia os FII das demais categorias de fundos: os bens por eles adquiridos são registrados em nome do administrador, em caráter fiduciário (e

---

82 MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. Rio de Janeiro: Almedina, 2017. p. 60.

83 Conforme consignado no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020, até a entrada em vigor da Resolução CVM nº 175/2022, os demais Anexos Normativos serão incorporados à norma, o que inclui um Anexo Normativo relativo aos FII, revogando a Instrução CVM nº 472/2008 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 27 dez. 2022). Contudo, até o momento de conclusão deste trabalho, o novo Anexo Normativo referente aos FII ainda não tinha sido editado pela CVM.

84 CARVALHO, op. cit., p. 161.

não em nome da coletividade de cotistas, como ocorre nos demais fundos). Contudo, não se comunicam com o patrimônio do administrador, não respondendo por qualquer obrigação deste.[85]

Cabe o registro de que, como regra geral, as discussões que constituem o cerne do presente trabalho (responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento em face do cotista) se aplicam a todas as categorias e tipos de fundos de investimento acima mencionados. No entanto, eventuais diferenciações decorrentes da categoria ou tipo de fundo de investimento serão pontualmente ressaltadas.

1.4 **Constituição e regulamento dos fundos de investimento**

As regras sobre constituição do fundo de investimento sofreram recentes modificações. Até o regime da Instrução CVM nº 555/2014, o administrador era o único responsável pela constituição do fundo, que se dava por ato unilateral.[86] A partir da edição da Resolução CVM nº 175/2022, o ato de constituição do fundo de investimento passou a ser praticado, de forma conjunta, pelo administrador e pelo gestor.

Sem prejuízo dessa mudança, permanece inalterada a principal característica da constituição dos fundos de investimento, consistente no fato de que esta não decorre de decisão tomada pelos cotistas; mas de seus prestadores de serviços essenciais. Essa característica peculiar diferencia a constituição dos fundos de investimento da constituição das sociedades, associações e do condomínio voluntário do Código Civil, que decorrem da manifestação de vontade dos futuros sócios, associados e condôminos, respectivamente.[87]

Dessa forma, segundo o formato regulatório adotado pela CVM, o administrador e o gestor decidem sobre a categoria de fundo que será constituída e suas características, inclusive se haverá divisão das cotas em classes. Por consequência, decidem também "o tipo de cotista que pretende[m] atrair ao fundo".[88]

---

85 "Destaque-se, nesta esteira, que a Lei 8.668/1993, atinente aos fundos de investimento imobiliário, vale-se da palavra condomínio de maneira atécnica, pois, a rigor, existe uma comunhão de interesses, não já pluralidade de titulares do patrimônio: o patrimônio é titularizado, em caráter fiduciário, pela administradora. Os quotistas são titulares de cotas que lhes dão direito pessoal a auferir determinada expressão econômica relativa ao patrimônio do fundo" (OLIVA, Milena Donato. Indenização devida "ao fundo de investimento": qual quotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 100, n. 904, p. 73-96, fev. 2011. p. 5, versão eletrônica). O mesmo artigo contém outras diferenciações em relação ao regime dos FII e dos demais tipos de fundos de investimento (Ibidem, p. 6-8, versão eletrônica).

86 CARVALHO, op. cit., p. 84.

87 KUGLER, Herbert Morgenstern. *O poder de controle no fundo de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 86-87.

88 Ibidem, p. 87.

Entretanto, como será melhor explorado adiante, nem sempre essa constituição é um ato totalmente alheio àqueles que serão, após tal formalidade, os cotistas do fundo de investimento. Há muitos casos – especialmente em se tratando de cotistas qualificados ou profissionais; e de fundos exclusivos – em que a constituição e definição das características do fundo de investimento decorre de entendimentos prévios entre seus futuros prestadores de serviços e investidores (ainda que, formalmente, a constituição seja implementada por ato do administrador e do gestor).

Uma vez deliberada a constituição do fundo de investimento, cabe ao administrador requerer o registro de seu funcionamento junto à CVM, o qual será automaticamente concedido com o envio dos documentos e informações requeridos na forma da regulamentação.

Embora seja constituído e registrado sem cotistas, o fundo não pode seguir funcionando sem eles. Cabe aos prestadores essenciais, após a constituição e registro do fundo, providenciar o procedimento de distribuição de suas cotas e, assim, captar investidores que aportarão os recursos que formarão o patrimônio do fundo.[89]

Ainda como parte do ato de constituição, incube aos prestadores essenciais aprovar o principal documento do fundo de investimento: o regulamento, acompanhado de seus eventuais anexos. O regulamento "rege" o fundo de investimento, ou seja, é o "instrumento que disciplina detalhadamente as regras de funcionamento do fundo, estando para o fundo de investimento assim como o estatuto social está para uma companhia".[90-91]

O art. 48, parágrafo primeiro, da Resolução CVM nº 175/2022 contempla amplo rol de matérias que devem constar da parte geral do regulamento do fundo (aplicável indistintamente a todas as classes de cotas), valendo destacar, em razão da pertinência com o tema deste trabalho: a identificação dos prestadores de serviços; e as disposições sobre responsabilidade dos prestadores de serviços, perante o fundo e entre si, bem como parâmetros de sua aferição.

O parágrafo segundo do mesmo dispositivo prevê extensa relação de matérias que devem constar dos anexos descritivos de cada classe de cotas do fundo de investimento, valendo citar: o público-alvo da classe de cotas; regime de responsabilidade dos cotistas (se tal

---

89 "Entretanto, o fato de a constituição do fundo de investimento ocorrer por ato isolado do administrador não implica em asseverar que o fundo irá funcionar independentemente dos seus cotistas, afinal, o fundo depende dos recursos nele aportados pelos cotistas, voltados a realizar investimentos, de tal sorte que, sem o cotista para nele aportar recursos, o fundo não sobrevive" (Ibidem, p. 87).

90 MARTINS NETO, op. cit. (2017), p. 47.

91 Herbert Kugler, em obra sobre o poder de controle nos fundos de investimento, ressalta, ainda, que "é por meio do regulamento que o fundo funciona e organiza a sua estrutura de poderes, razão pela qual o controle sobre o regulamento, na realidade, é o que determina o controle sobre o fundo de investimento" (KUGLER, op. cit., p. 89).

responsabilidade é limitada ao valor por ele subscrito ou ilimitada); definição sobre o regime (se aberto ou fechado) das classes de cotas; indicação da categoria na qual a classe se insere; e política de investimento, aderente à categoria.[92]

Caso não haja divisão das cotas em classes, as matérias que a Resolução CVM nº 175/2022 atribui ao anexo descritivo podem, naturalmente, constar da parte geral do regulamento do fundo. Assim, caso um fundo de investimento possua classe única de cotas, a parte geral de seu regulamento poderá dispor de matérias como a política de investimentos, sendo desnecessária a elaboração de anexo para tanto.

Finalmente, caso a classe de cotas possua subclasses, os anexos descritivos de cada classe devem ser acompanhados de apêndices referentes a cada subclasse, dispondo sobre as particularidades de cada uma.

Para fins didáticos, as referências feitas ao regulamento neste trabalho devem ser lidas e interpretadas como referências ao regulamento como um todo, o que inclui sua parte geral, acompanhada dos eventuais anexos e apêndices.

O investidor passa a integrar o fundo de investimento mediante adesão ao regulamento. Da mesma forma, as relações jurídicas entre os cotistas e o administrador e o gestor são estabelecidas a partir do momento em que os primeiros aderem formalmente ao regulamento do fundo. O regulamento funciona, assim, como o contrato entre os cotistas que a ele aderirem, de um lado, e o administrador e o gestor, do outro lado. A formação dessa relação contratual será melhor explorada na subseção 3.1 da Seção 3.

Embora inicialmente elaborado e aprovado pelos prestadores essenciais, o regulamento do fundo de investimento não pode ser por eles livremente alterado a partir do momento em que o fundo passa a ter cotistas: a prerrogativa de alteração do regulamento do fundo transmite-se à coletividade de cotistas, de forma que as alterações a tal documento dependerão, em regra, da prévia aprovação em assembleia geral de cotistas.

As únicas exceções a essa regra consistem nas alterações: (a) decorrentes exclusivamente da necessidade de atendimento a normas legais ou regulamentares, exigências expressas da CVM, de entidade administradora de mercados organizados em que as cotas sejam admitidas à negociação ou de entidade autorreguladora; (b) necessárias em virtude da atualização de dados cadastrais de prestadores de serviços essenciais; ou (c) que envolvam redução das taxas devidas a tais prestadores essenciais. Nesses casos, a alteração pode ser implementada pelo

---

[92] A depender da categoria de fundo de investimento, os Anexos Normativos da Resolução CVM nº 175/2022 ou as normas próprias aplicáveis a tal categoria podem fixar outras disposições que devem estar contempladas no regulamento ou em seus anexos.

administrador e pelo gestor e apenas comunicada aos cotistas.

1.4.1 Política de investimentos do fundo

Dentre as matérias que devem ser disciplinadas no regulamento do fundo de investimento, a política de investimentos é uma das mais relevantes e delicadas.

Cada investidor possui um perfil, que se relaciona com os riscos que está disposto a assumir ao investir seus recursos. Por sua vez, cada fundo (ou classe de cotas) é direcionado a investidores que possuam determinado perfil de risco (mais conservador, moderado ou mais arrojado, conforme o caso). Daí a política de investimento servir, a partir da delimitação dos ativos que podem compor a carteira do fundo ou classe, como um dos principais elementos para se verificar a adequação do perfil do fundo de investimento ou classe de cotas ao do investidor.

Basicamente, a política de investimento consiste nas disposições do regulamento nas quais é especificada a forma como os recursos do fundo ou classe serão aplicados entre os ativos financeiros disponíveis no mercado. Detalha-se, na prática, quais ativos financeiros poderão integrar a carteira daquele fundo de investimento ou classe de cotas, e em qual grau de concentração.[93] Por certo, a política de investimento deve ser aderente à categoria e tipo do fundo e classe à qual se refira.

Nesse sentido, afirma-se que a política de investimentos cumpre a dupla função de (a) permitir que o investidor tenha conhecimento da forma como a carteira do fundo ou classe será composta, extraindo os riscos e perspectivas de rentabilidade daí decorrentes; e, ao mesmo tempo (b) impor limites à atuação do gestor na aplicação dos recursos do fundo ou classe.[94]

Sobre essa segunda função, a política de investimentos contempla as balizas dentro das quais o gestor terá liberdade de tomar as decisões de investimento, negociação e desinvestimento dos recursos que compõem o patrimônio do fundo ou da classe. Ou seja, a rentabilidade deve ser perseguida, pelo gestor, dentro dos limites da política de investimentos e da regulamentação aplicáveis a cada categoria e tipo de fundo ou classe.[95]

---

93 DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 130; 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, a. 4, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001. p. 5, versão eletrônica.

94 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais:* regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 137-138.

95 VIEIRA, Juliana Botini Hargreaves; TINOCO, Camila. A delimitação das atribuições dos administradores fiduciários e dos gestores de recursos à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 186.

Nesse cenário, o desvio, a extrapolação ou a inobservância da política de investimento (ou dos limites fixados na regulamentação) é uma das principais causas a ensejar o dever de reparar do gestor, caso sejam causados danos ao patrimônio do fundo de investimento em decorrência de tal conduta. Logo, a análise da política de investimentos é de suma importância para se aferir a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais.

1.5 **Riscos inerentes ao investimento em fundos**

A política de investimentos guarda íntima relação com outro elemento extremamente relevante: os riscos relacionados ao investimento.

Toda vez que uma pessoa investe, ela está assumindo riscos, em maior ou menor grau. Não é novidade alguma afirmar que riscos são inerentes ao investimento no mercado de valores mobiliários, o que obviamente inclui a aplicação de recursos em fundos de investimento. Nesse sentido, confira-se as seguintes considerações de Luciana Dias:

> [O] risco de perdas financeiras é inerente ao investimento em valores mobiliários. Na verdade, a existência de risco é justamente a característica que traz a possibilidade de maiores retornos para aqueles que investem nesse mercado. Por isso, é importante que todos os participantes do mercado de capitais (inclusive os investidores), bem como aqueles que aplicam as leis às relações que se dão nesse mercado, entendam que as hipóteses de ressarcimento aos investidores devem respeitar os riscos naturais que decorrem dos investimentos em valores mobiliários.[96]

Investimentos de renda fixa, como em títulos do tesouro,[97] costumam ter fatores de risco em menor grau quando comparados a outras modalidades de investimentos, como os de renda variável. Os primeiros estão atrelados a determinadas taxas de juros ou índices, o que gera certa previsibilidade sobre sua rentabilidade; enquanto, nos segundos, "o investidor não tem como saber, previamente, qual será a rentabilidade da aplicação".[98] Além disso, títulos de tesouro apresentam reduzido risco relativo à contraparte (no caso, a própria União); ao passo que, em outras modalidades de ativos financeiros, torna-se relevante avaliar a solvência do emissor para arcar com os pagamentos devidos.

Por outro lado, ao investir em renda fixa, o investidor deve estar ciente de que sua

---

96 DIAS, Luciana. O novo Mercado de Capitais, o Código de Defesa do Consumidor e o STJ. *Revista Advocacia Hoje*, Brasília, n. 5, dez. 2020. p. 40.

97 Sobre títulos do tesouro, cf. TESOURO NACIONAL. *Tesouro Direto*. Brasília. Disponível em: https://www.tesourodireto.com.br/. Acesso em: 27 ago. 2022.

98 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. *Renda Fixa vs Renda Variável*. Rio de Janeiro. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/Old/Valores_Mobiliarios.html. Acesso em: 27 ago. 2022.

rentabilidade estará limitada ao que foi contratado. No caso de renda variável, em contrapartida aos maiores riscos assumidos, o investidor poderá ter rentabilidade superior (quando comparada aos ativos financeiros de renda fixa disponíveis para o mesmo período); ou não. Trata-se da "máxima" da teoria das finanças segundo a qual a obtenção de maiores retornos financeiros depende de assunção de riscos mais elevados.[99]

Os riscos assumidos pelos investidores de cotas de fundo de investimento variam, em primeiro lugar, a depender da categoria e do tipo de fundo ou classe na qual se optou por investir. Fundos ou classes de renda fixa, por exemplo, tendem a representar um investimento menos arriscado do que fundos ou classes de ações (embora isso não seja necessariamente uma regra). Outras categorias de fundos, como o FIP, são consideradas tão arriscadas que somente investidores com maior grau de sofisticação (qualificados ou profissionais) podem subscrever ou adquirir suas cotas.

Dentro de cada categoria e/ou tipo de fundo ou classe, os riscos também variam – muitas vezes de forma substancial – em razão da política de investimento adotada no regulamento. É possível que um FIF multimercado tenha política de investimentos conservadora e, consequentemente, fatores de risco mais reduzidos; ao passo que outro FIF multimercado pode ter por objetivo aplicar em derivativos ou criptoativos, casos em que os riscos a ele atrelados serão muito superiores aos do primeiro, embora tratem-se de fundos de mesma categoria e tipo.

Portanto, todo investidor que opta por adquirir cotas de fundos como opção de investimento de recursos próprios deve, em primeiro lugar, ter ciência de que tal investimento está sujeito a riscos. Adicionalmente, deve conhecer os riscos pertinentes à categoria e tipo de fundo em que pretende investir. Por fim, deve avaliar a política de investimentos do fundo ou classe e outros elementos disponíveis (como prospectos, lâminas de informações básicas ou, ainda, pontuação de riscos elaboradas por agentes de mercado),[100] a fim de tomar a decisão de investir (e assumir aqueles riscos), ou não.

Há diversos fatores de risco aos quais os cotistas de fundos de investimento estão

---

[99] "Como é bem conhecido na teoria das finanças, para ter a esperança de maiores retornos, o interessado tem de correr mais riscos. Um risco maior não implica em um retorno maior, porém, sem se sujeitar em correr maiores riscos, o investidor não pode esperar retornos altos" (SILVA, João Luiz Frossard Pestana da. O dever de informar ao investidor de varejo em fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 378).

[100] Determinadas corretoras, distribuidoras ou outros agentes de mercado elaboraram metodologia que gera uma "pontuação" de risco, atribuída a cada fundo de investimento disponível suas plataformas. Exemplificativamente, confira-se a explicação sobre o sistema de pontuação adotado pela XP Investimentos (principal plataforma no Brasil), disponível em: https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/pontos-de-risco/. Acesso em: 27 ago. 2022.

sujeitos. Diversos autores já detalharam os principais riscos, presentes na maior parte dos fundos, independentemente de sua categoria,[101] valendo apenas reconhecer objetivamente sua existência, da seguinte forma:

a) *riscos de mercado*: relacionam-se à possibilidade de flutuação dos preços e rentabilidade dos ativos que compõem a carteira em razão de fatores de mercado, desde aqueles macroeconômicos, até outros especificamente relacionados ao ativo impactado;
b) *riscos de crédito*: consiste no risco de inadimplência dos créditos que integram a carteira por parte de seu emissor ou daquele que seja responsável pelo pagamento;
c) *riscos de liquidez*: diz respeito ao risco de que, por quaisquer motivos, a demanda pelos ativos financeiros da carteira do fundo ou classe seja reduzida ou torne-se inexistente, casos em que eventual alienação de tais ativos, pelo fundo ou classe, para gerar caixa não é possível ou demanda a concessão de elevados descontos;
d) *riscos operacionais*: são aqueles relacionados aos recursos de investimento, inclusive recursos humanos (i.e., falha humana), sistemas ou controles internos, com impactos sobre a rentabilidade do fundo ou classe; e
e) *riscos legais*: guardam relação com alterações no ordenamento jurídico, desde alterações constitucionais ou legais, passando por normas regulamentadoras ou de autorregulação, e até interpretações de tribunais ou outras autoridades que possam impactar a rentabilidade dos ativos que compõem a carteira.

Uma última questão sobre os riscos, que será melhor explorada ao longo deste trabalho, mas deve ser ressaltada desde já, diz respeito ao sujeito que a eles se submete. Nos fundos, a assunção dos riscos relacionados aos investimentos é feita pelo investidor; não pelo administrador, nem pelo gestor.[102]

Obviamente que administradores assumem certos riscos em suas atividades. São riscos próprios do exercício de qualquer atividade econômica. Inclusive, a remuneração de tais agentes pode estar atrelada ao patrimônio líquido ou à performance do fundo, de forma que eles correm o risco de, caso tal patrimônio seja reduzido ou o fundo não performe como esperado, receber uma remuneração reduzida.

---

[101] Dentre todos, cf. CARVALHO, op. cit., p. 148-151; e DOTTA, op. cit., p. 132-135.

[102] "Desse modo, ainda que se pondere que a atividade normalmente desempenhada pelo administrador e pelo gestor envolve risco, o risco em questão, abstraindo os riscos operacionais, não é manipulável e nem assumido pelo mesmo. Não é manipulável na medida em que se encontra diretamente relacionado a condições de mercado, nem é assumido, pois a eleição da opção de investimento não é por ele exercida, mas pelo investidor" (DOTTA, op. cit., p. 145).

Contudo, os prestadores de serviços não correm riscos relacionados ao investimento em si, como os riscos de mercado, de crédito, de liquidez, operacionais e legais acima elencados. Os riscos relacionados à realização do investimento no fundo, que podem resultar em perdas até superiores aos recursos investidos, são assumidos pelos cotistas.[103-104]

1.6 **Capacidade negocial e processual dos fundos de investimento**

A despeito do infindável debate doutrinário acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento, conforme se analisou anteriormente, o art. 1.368-C do Código Civil dispõe que tais veículos são constituídos sob a forma de "condomínios de natureza especial".

A partir dessa premissa, se coloca outra questão, muito pertinente ao tema da responsabilidade civil do administrador e do gestor: a possibilidade de os fundos serem titulares, em nome próprio, de direitos e obrigações.

Arnoldo Wald talvez tenha sido o primeiro a se ocupar da matéria, em texto publicado em 1990, no qual discorreu sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento imobiliário. O autor entendia os fundos de investimento de direito privado como entidades sem personalidade jurídica, com uma natureza condominial especial, "diferente do [condomínio] comum previsto pelo Código Civil".[105]

Fazendo referência à regulação existente à época, constatou que os fundos de investimento brasileiros possuíam patrimônio próprio, escrituração específica, contas auditadas, e representação e administração por uma "espécie de *trustee*" (em referência à instituição administradora). Por essas razões, concluiu, categoricamente, que inexistiria dúvida quanto à possibilidade de os fundos de investimento serem titulares de direitos e obrigações em nome próprio.[106]

---

[103] GAGGINI, Fernando Schuwarz. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2002. p. 40.

[104] Nas palavras de Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa: "Nenhum gestor é doido para assumir uma responsabilidade dessa espécie, arcando com os prejuízos e tendo parte nos ganhos. A mecânica é diversa. O cliente assina um termo junto ao gestor indicando o perfil do seu investimento e é com base nessas instruções que as aplicações são feitas. É claro que a responsabilidade do gestor surge a partir do momento em que ele ultrapassa as instruções recebidas. Na falta de uma instrução específica, diante do simples fato de ter o aplicador contratado investimento em carteira de derivativos, já se presume a assunção de riscos extraordinários. Especialmente quando se trata de investidor qualificado [...], caso em que pode ser considerada inexistente a assimetria de informações entre ele e o gestor do fundo. Os dois se encontram no mesmo patamar" (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Mercado de capitais: risco x informação. *Migalhas*. São Paulo, 2 out. 2012. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/164930/mercado-de-capitais--risco-x-informacao. Acesso em: 23 out. 2022).

[105] WALD, Arnoldo. Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 80, p. 15-30, out./dez. 1990. p. 9.

[106] Ibidem, p. 10-14.

Conforme observado por Rafael Andrade, esse entendimento passou a ser refletido nos normativos editados pela CVM.[107] Com efeito, a Instrução CVM nº 302/1999[108] previa a possibilidade de o administrador promover a contratação de terceiros para exercer determinadas atividades relacionadas ao funcionamento do fundo de investimento. Cinco anos depois, foi editada a Instrução CVM nº 409/2004,[109] que – em uma mudança redacional sutil, mas extremamente relevante – dispunha que tais prestadores de serviço seriam contratados pelo administrador "em nome do fundo" (ou seja, em tais contratações, o administrador não estaria atuando em seu nome, mas sim como representante do fundo). Tal redação é repetida desde então, estando presente na Resolução CVM nº 175/2022.

Vale notar, ainda que, desde a Instrução CVM nº 409/2004, exige-se que o agente (administrador ou gestor) que promover a contratação de terceiros em nome do fundo figure como interveniente-anuente na relação contratual, o que reforça que a parte contratante no negócio jurídico é o próprio fundo de investimento.[110] Desse modo, ao reconhecer a possibilidade de os fundos de investimento – representados por seus administradores – contratarem terceiros para prestação de serviços específicos – a CVM, consequentemente, teria reconhecido sua capacidade negocial.

De forma semelhante, o STJ reconheceu expressamente a capacidade negocial e processual[111] dos fundos de investimento em seus precedentes. Confira-se, nesse sentido, a fundamentação do voto do Min. Ricardo Villas Bôas Cueva no julgamento do Recurso Especial nº 1.965.982/SP, acompanhado pelos demais integrantes da Terceira Turma:

> A despeito do desencontro de teses no âmbito doutrinário, importa reconhecer, para os fins que aqui interessam, que: a) as normas aplicáveis aos fundos de investimento dispõem expressamente que eles são constituídos sob a forma de condomínio; b) nem todos os dispositivos legais que disciplinam os condomínios são indistintamente aplicáveis aos fundos de investimento, sujeitos a regramento específico ditado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM); c) embora destituídos de personalidade

---

[107] "Consolidando um movimento iniciado naquele mesmo ano, a Instrução CVM nº 409, de 2004, parece reconhecer que o vínculo contratual é estabelecido entre o próprio fundo de investimento e os terceiros, e não, como ocorria anteriormente, entre o administrador e tais terceiros. Daí, talvez, a inexistência de referências a uma relação de delegação ou terceirização no texto da norma" (ANDRADE, Rafael. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento:* origem, fundamentos e perspectivas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 214).

[108] Que dispunha "sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários".

[109] Que também dispunha "sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento".

[110] ANDRADE, op. cit., p. 230.

[111] "O fundo condominial não tem personalidade jurídica, mas é parte informal e pode atuar em juízo na defesa de interesses comuns" (AGUIAR, Ruy Rosado de. Aspectos dos Fundos de Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luís Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Orgs.). *Estudos Jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012. v. III, p. 300).

> jurídica, aos fundos de investimento são imputados direitos e deveres, tanto em suas relações internas quanto externas, e, d) não obstante exercerem suas atividades por intermédio de seu administrador/gestor, os fundos de investimento podem ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações.[112]

Recentemente, essa situação jurídica ganhou respaldo legal, uma vez o art. 1.368-E ao Código Civil, introduzido pela Lei da Liberdade Econômica, prever que "os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais *por eles assumidas* [...]".

A partir dessas considerações, outro questionamento não pode deixar de ser feito: como o fundo de investimento pode possuir direitos e contrair obrigações, em nome próprio, sendo uma entidade sem personalidade jurídica?

Poucos são os autores que problematizam o entendimento de que fundos de investimento poderiam ser titulares de direitos e deveres, como fazem Pablo Renteria e Milena Donato, que anotaram o seguinte:

> Em definitivo, o fundo traduz, na ordem jurídica brasileira, universalidade patrimonial autônoma, de titularidade dos cotistas ou, no caso específico do fundo de investimento imobiliário, do administrador. Trata-se, portanto, de bem jurídico, objeto de direitos, e não de pessoa jurídica. Por isso que, a rigor, não se mostra correto dizer que o fundo de investimento tenha direitos e deveres, pois que, na qualidade de bem jurídico, falta-lhe o atributo da capacidade.
> Na linguagem comum, todavia, mostra-se frequente o emprego de expressões como "a obrigação do fundo", o "representante do fundo" ou o "patrimônio do fundo", as quais, do ponto de vista da técnica jurídica, não se mostram exatas. Essa personificação traduz mera prosopopeia linguística, adotada para facilitar a designação dos titulares dos direitos e deveres (os cotistas ou o administrador, no caso do fundo imobiliário) por meio da referência ao elemento objetivo comum (o fundo). Trata-se de fenômeno semelhante ao observado com relação a outros centros objetivos de imputação de efeitos jurídicos, como o espólio e o condomínio edilício.[113]

Para responder ao questionamento acima colocado é relevante fazer breves considerações sobre a figura jurídica dos entes despersonalizados (ou despersonificados), classificação na qual os fundos de investimento se inserem.

Entes despersonalizados consistem em conjuntos de pessoas e bens que não possuem personalidade jurídica própria ou distinta.[114] Os professores Gustavo Tepedino e Milena Donato

---

[112] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.965.982/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 5 abr. 2022. DJe.: 8 abr. 2022. No mesmo sentido: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.834.003/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 17 set. 2019. DJe.: 20 set. 2019.

[113] OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 19.

[114] TARTUCE, Flávio. *Direito Civil:* lei de introdução e parte geral. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 430, versão eletrônica.

descrevem os entes despersonificados como aqueles que "embora se aproximem das pessoas jurídicas em razão de a lei os tratar, cada qual, como uma unidade em si, não têm personalidade jurídica".[115]

Flávio Tartuce aponta, como exemplos clássicos de entes despersonalizados, a família, o espólio, a herança jacente e vacante, a massa falida, a sociedade de fato, a sociedade irregular e o condomínio edilício.[116] Carolina Uzeda, Fernanda Pantoja, Marcela Kohlbach e Sofia Temer acrescentam a essa lista o Ministério Público, a Defensoria Pública, a Assembleia Legislativa, a Câmara de Vereadores, os Tribunais de Justiça e de Contas, os consórcios, os navios e, enfim, os fundos de investimento.[117]

Ao se alinhar à teoria condominial para explicar a natureza jurídica dos fundos de investimento, reconhecendo que não possuem personalidade jurídica, deve-se concluir que tais veículos se incluem dentre os entes despersonalizados.

Com efeito, em se tratando de ente despersonalizado, o sujeito de direito não é o ente em si (visto que desprovido da subjetividade atribuída pela personalidade jurídica); mas sim a coletividade que o compõe. Logo, a alusão ao ente despersonalizado "serve apenas a denotar disciplina jurídica que transcende a relação individual de titularidade".[118] No caso dos fundos de investimento, o sujeito de direito consiste no conjunto de cotistas que compõem o fundo.[119]

Em referência ao regime jurídico do condomínio edilício, Gustavo Tepedino e Milena Donato destacam que o legislador criou mecanismos de proteção do ente despersonalizado, tornando sua rotina administrativa insuscetível às mutações dos consortes.[120] Essa lógica também se aplica ao fundo de investimento, cujas atividades devem ser viabilizadas e fluir independentemente da entrada ou saída de cotistas; ou de quem sejam esses cotistas.

Da mesma forma que, no condomínio edilício, o síndico possui poderes para exercer direitos e contrair obrigações em nome "do condomínio" (i.e., da coletividade de condôminos);[121] o administrador ou o gestor, conforme o caso, possuem a incumbência de representar o conjunto de cotistas no exercício das atividades do fundo de investimento, vinculando "o fundo" (i.e., uma coletividade determinável e dinâmica de cotistas), desde que para tanto seja

---

115 TEPEDINO, Gustavo; OLIVA, Milena Donato. *Fundamentos de Direito Civil:* Teoria Geral do Direito Civil. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020. v. I, p. 137-138.

116 TARTUCE, op. cit., p. 431-432, versão eletrônica.

117 UZEDA, Carolina; PANTOJA, Fernanda M.; FARIA, Marcela Kohlbach de; TEMER, Sofia. Entes organizados despersonalizados e capacidade de ser parte: grupos e associações de fato em juízo (art. 75, IX, do CPC). *Civil Procedure Review*, Salvador, v. 12, n. 1, p. 165-205, jan./abr. 2021, p. 173.

118 TEPEDINO; OLIVA, op. cit., p. 138.

119 OLIVA; RENTERIA, op. cit. (2021), p. 19.

120 TEPEDINO; OLIVA, op. cit., p. 140.

121 PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Condomínio e Incorporações*. 14. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 82.

observada a lei, a legislação infralegal e, ainda, o regulamento.[122]

A dinâmica da coletividade decorre da possibilidade de alteração em sua composição, sem que isso altere a vinculação às obrigações assumidas em nome da coletividade pelo representante. Adicionalmente, as deliberações tomadas pelos condôminos ou cotistas reunidos em assembleia que atinjam os quóruns legais, regulamentares ou convencionais, vinculam todos os membros da coletividade, mesmo que tenham discordado da decisão.[123]

Ainda sobre o assunto, Fabio Ulhoa Coelho aponta que o "traço diferencial" entre as pessoas e os entes despersonalizados seria o seguinte: o sujeito personalizado pode fazer tudo que não está proibido; ao passo que o ente despersonalizado somente pode fazer o necessário ao cumprimento de sua função ou praticar atos expressamente autorizados.[124]

Trata-se de mais uma característica dos entes despersonalizados que pode, sem dificuldades, ser aplicada aos fundos de investimento. Afinal, os fundos são veículos constituídos a partir de recursos destacados por seus cotistas para que sejam profissionalmente geridos e utilizados para negociação de determinados ativos financeiros, devendo seus representantes atuar no cumprimento da política de investimento prevista no regulamento (e não podendo se desviar desse objetivo).

Por todo o exposto acima, no que diz respeito à capacidade negocial e processual dos fundos de investimento, podem ser elencadas as seguintes conclusões:

a) os fundos de investimento não têm personalidade jurídica, pois são condomínios de natureza especial;
b) por não possuírem personalidade jurídica, aos fundos de investimento deve ser conferida a disciplina dos entes despersonalizados (ou despersonificados);
c) assim, referências a direitos e obrigações "do fundo" devem ser interpretadas

---

[122] Ainda sobre esse tema, veja-se as seguintes passagens da obra dos professores Gustavo Tepedino e Milena Donato, que podem ser integralmente transportadas para a disciplina jurídica dos fundos de investimento nesse particular: "Neste sentido, há, em relação ao condomínio edilício, tipo específico de representação legal, em que o síndico tem poderes para vincular diretamente uma coletividade determinável, não já previamente determinada de condôminos. Cuida-se de representação legal, mas de coletividade dinâmica, que se altera constante e aleatoriamente, e não de pessoa determinada. Ou seja, quem é parte nas contratações, em todas as contratações 'do condomínio', são os próprios condôminos, que figuram nas relações jurídicas por meio do síndico, representante 'do condomínio' (*rectius*, dos condôminos). Por esse motivo, afirma-se que o fim coletivo é perseguido com técnica diversa da atribuição de subjetividade ao condomínio, qual seja, o mecanismo da representação de coletividade determinável. Para as hipóteses em que seja necessária a deliberação dos condôminos, alcançado o *quorum* exigido, ainda que haja dissidência de alguns consortes, o síndico agirá e vinculará a todos, mesmo os que discordaram da deliberação" (TEPEDINO; OLIVA, op. cit., p. 140-141).

[123] Ibidem, p. 141.

[124] COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial:* Direito de Empresa. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. v. 2, p. 29-30.

como referências a direitos e obrigações da coletividade determinável e dinâmica de cotistas do fundo de investimento. Inclusive, sempre que neste trabalho o fundo for mencionado como sujeito de direito, alerta-se desde já que se trata de técnica linguística "adotada para facilitar a designação dos titulares dos direitos e deveres",[125] seguindo os termos utilizados na legislação em vigor;

d) a mencionada coletividade de cotistas é representada pelo administrador ou pelo gestor do fundo de investimento (que possuem poderes para exercer tal representação), conforme dispuser a regulação em vigor e o regulamento do fundo;

e) ao se afirmar que "o fundo de investimento" pode ser titular de direitos e obrigações "em nome próprio", deve-se ter em mente que não está utilizada a linguagem jurídica mais técnica e adequada. Nessas situações, é a coletividade determinável e dinâmica de cotistas, representada pelo administrador ou gestor do fundo, que será vinculada ao direito ou obrigação em questão, assim como ocorre com outros entes despersonalizados, como o condomínio edilício; e

f) como as classes de cotas de um mesmo fundo de investimento possuem patrimônios segregados entre si – que responde somente por obrigações referentes à respectiva classe –, as conclusões acima sobre capacidade processual e negocial também se aplicam às classes de cotas e seus cotistas.[126]

1.7 **Cotas representativas do patrimônio do fundo**

O patrimônio do fundo de investimento é dividido em cotas, pertencentes aos cotistas.

Nos termos do art. 2º, inciso V, da Lei nº 6.385/1976, cotas de fundos de investimento são valores mobiliários.[127] Já segundo o art. 14 da Resolução CVM nº 175/2022, as cotas correspondem a frações do patrimônio do fundo de investimento ou da classe de cotas, são escriturais, nominativas, e conferem direitos e obrigações aos cotistas, conforme previstos no regulamento.

---

[125] OLIVA; RENTERIA, op. cit. (2021), p. 19.

[126] A Resolução CVM nº 175/2022, em diversas passagens, faz referência a obrigações assumidas "em nome da classe de cotas", reconhecendo que, dentro de um mesmo fundo, as diferentes classes de cotas, com patrimônios segregados, também possuem capacidade processual e negocial.

[127] "É importante esclarecer que as cotas dos fundos de investimento representam uma parcela de seu patrimônio e possuem natureza jurídica de valores mobiliários [...]" (RANGEL; Alexandre; VIEIRA, Marcelo Soares Lima. Reflexões sobre o regime jurídico de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores de recursos no âmbito dos fundos de investimento. In: MARTINELLI, João Paulo; COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O empresário no banco dos réus:* responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021. p. 308).

Nas palavras de Ricardo de Santos Freitas, as cotas são "valores mobiliários representativos de significação econômica da fração ideal do patrimônio comum. Isso porque o cotista não tem efetivo direito a uma parte ideal de cada bem que compõe o patrimônio do fundo, mas tão só à quantidade de moeda corrente nacional equivalente àquela parte ideal".[128]

Essa forma de explicar as cotas vem desde os primeiros estudos sobre fundos de investimento, evidenciando o tratamento legislativo no sentido de que tais veículos consistem em massas patrimoniais que são matematicamente divididas em cotas, sendo estas atribuídas aos cotistas e representando a participação destes na referida massa. As cotas, por essa razão, não conferem aos cotistas direitos sobre bens ou recursos específicos da carteira do fundo de investimento; mas somente sobre uma fração ideal da massa de bens sobre a qual existe o condomínio.[129-130]

Assim, um cotista não poderá exercer direitos sobre ou, muito menos, exigir que lhe seja entregue determinado bem específico da carteira do fundo ou da classe, alegando que este corresponderia à sua fração.[131-132] Tanto é assim que, havendo pedido de resgate, cabe ao fundo praticar os atos necessários para liquidar parte de seus ativos financeiros, de forma que, no prazo previsto em regulamento, pague ao cotista, em dinheiro, o montante correspondente às

---

[128] FREITAS, op. cit. (2006), p. 97.

[129] "Finalmente, convém lembrar que as parcelas ideais ou qüotas em que se divide o condomínio não são partes determinadas do imóvel ou objeto, mas apenas frações ideais, indeterminadas. 'A divisão entre condôminos é simplesmente declaratória e não atributiva de propriedade'. O condômino continua com acesso a todo o objeto, por inteiro, já que não se lhe atribuiu ou especificou parte real que se corresponda com a parte ideal [...] A massa do fundo, embora permaneça única para a consecução de seu destino, e goze duma unidade orgânica funcional, é divisível matemática e intelectualmente em qüotas. Essa fórmula permite precisamente a criação e continuidade harmônica dos fundos, com muitos coproprietários duma mesma carteira de valores" (ALONSO, op. cit., p. 236-269).

[130] A referência ao fundo de investimento como massa patrimonial dividida em cotas, à qual os cotistas não têm acesso direto, pode ser interpretada como contraditória com a natureza jurídica de condomínio prevista no Código Civil, uma vez que, no regime condominial geral, cada condômino poderia usar da coisa e sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão (art. 1.314 do Código Civil, cuja aplicação foi expressamente afastada no caso dos fundos de investimento por força do art. 1.368-C). No caso dos fundos, os cotistas não podem usar ou exercer direitos diretamente sobre os bens tidos em condomínio, mas apenas sobre suas respectivas cotas. Nessas circunstâncias, a teoria do patrimônio separado seria mais adequada para explicar essa lógica, por definir a natureza jurídica do fundo de investimento como universalidade patrimonial autônoma (OLIVA; RENTERIA, op. cit. (2021), p. 19). Sem prejuízo dessa constatação, como dito anteriormente, este trabalho não se aprofundará nas infindáveis discussões relativas à natureza jurídica dos fundos de investimento, especialmente no que diz respeito às pertinentes críticas à adoção da teoria condominial pelo legislador.

[131] "Dessa forma, o cotista não tem qualquer acesso direto aos ativos do fundo, de forma que não lhe cabe usar, gozar ou dispor de tais bens, vez que não têm direito sobre eles, mas apenas sobre a cota" (KUGLER, Herbert Morgenstern. *O poder de controle no fundo de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 71).

[132] Fazendo coro a esse entendimento doutrinário, a Terceira Turma do STJ já se manifestou no sentido de que o cotista do fundo: "[...] não desfruta – de forma plena – de direitos em face dos ativos subjacentes ao fundo constituído, tal qual o condômino possui em relação à copropriedade condominial, mas somente dos direitos ligados à fração representativa da sua participação proporcional no fundo" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.965.982/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 5 abr. 2022. DJe.: 8 abr. 2022).

suas cotas.[133]

Seguindo nesse racional adotado na legislação, as cotas são tidas como bens que, como quaisquer outros, integram o patrimônio pessoal de seus cotistas. São, inclusive, suscetíveis de avaliação pecuniária, pois possuem valor econômico. O valor de cada cota resulta da divisão do valor do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas. Caso o fundo tenha diferentes classes de cotas (conforme abaixo explicado), o valor da cota de cada classe resulta da divisão do valor do patrimônio líquido da respectiva classe pelo número de cotas da mesma classe.

Por integrarem o patrimônio do cotista, as cotas podem ser objeto de constrição e penhora judicial para fazer frente ao pagamento das dívidas dele.[134] Nessas situações, em se tratando de fundos abertos, deve ser providenciado o resgate e monetização das cotas, na forma prevista no regulamento. Nas hipóteses de fundos fechados com cotas negociadas em mercado organizado, deve ser providenciada a venda das cotas no mercado em questão. Já no caso de fundos fechados sem negociação em mercado, a monetização não seria, em princípio, possível antes do término do prazo de duração do fundo. Por isso, nesse último caso, a CVM recomenda que seja providenciada a alienação das cotas na forma do art. 879 do Código de Processo Civil[135] ou, ainda, sua adjudicação.[136-137]

Sob outra perspectiva, pela mesma razão que o cotista não pode exigir bens específicos da carteira do fundo ou classe, tampouco podem os credores do cotista. Ou seja, os bens que integram a massa patrimonial do fundo não podem ser objeto de constrição ou penhora em razão de dívidas de seu cotista.[138] Apenas as cotas o podem. Paralelamente, os ativos financeiros da carteira do fundo respondem pelas obrigações por este assumida no exercício de sua capacidade negocial; enquanto as cotas pertencentes aos cotistas estão fora do alcance dos credores "do fundo".

Uma vez emitidas, as cotas são subscritas pelos cotistas. O mais comum é que sejam integralizadas em dinheiro, de maneira que serão promovidos aportes, pelos cotistas, no fundo, sendo os recursos por este utilizados na aquisição dos ativos financeiros que comporão sua carteira. Contudo, nada impede que haja a integralização das cotas com bens, caso admitido

---

133 OLIVA, Milena Donato. *Do Negócio Fiduciário à Fidúcia*. São Paulo: Atlas, 2014. p. 74.
134 KUGLER, op. cit., p. 71.
135 Art. 879 do Código de Processo Civil: "A alienação far-se-á: I - por iniciativa particular; II - em leilão judicial eletrônico ou presencial".
136 Arts. 876 a 878 do Código de Processo Civil.
137 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Orientações Sistema Bacen Jud*. Rio de Janeiro. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/menu/investidor/Orientacoes_Sistema_Bacen_Jud/Orientacoes_Bacen_Jud.Html. Acesso em: 27 ago. 2022.
138 KUGLER, op. cit., p. 71.

pelas normas da CVM aplicáveis à categoria do fundo de investimento e, ainda, pelo regulamento.[139]

Uma das principais inovações decorrentes da Lei da Liberdade Econômica, recentemente refletida na Resolução CVM nº 175/2022, diz respeito ao alargamento das hipóteses em que um mesmo fundo pode possuir diferentes classes de cotas.

Até pouco tempo atrás, a regulamentação não previa a possibilidade de existência de classes de cotas nos fundos de investimento em geral ("Fundos 555"). Apenas existiam permissivos nesse sentido especificamente para os FIDC[140] e para os FIP.[141] Com a edição da Lei da Liberdade Econômica, a possibilidade de criação de classes de cotas com direitos e obrigações distintos foi estendida, por força de lei, às demais categorias de fundos de investimento, nos termos do art. 1.368-D do Código Civil. Em cumprimento a tal dispositivo legal, a Resolução CVM nº 175/2022 passou a permitir que qualquer fundo emita uma ou mais classes de cotas.

Todas as classes de cotas de determinado fundo devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a constituição de classes de cotas que alterem o tratamento tributário aplicável em relação ao fundo ou às demais classes existentes. Além disso, cada classe de cotas deverá necessariamente possuir um patrimônio segregado em relação às demais classes. Cada patrimônio segregado somente responde por obrigações vinculadas à classe de cotas a que diga respeito; e deve ter escrituração contábil e demonstrações financeiras próprias, sujeitas à auditoria independente.

Admite-se, ainda, que dentro de cada classe de cotas sejam criadas subclasses, as quais,

---

139 Como regra geral, a CVM exige que a integralização das cotas se dê em moeda corrente nacional (art. 30 da Resolução CVM nº 175/2022). Contudo, em algumas modalidades de fundos, como os FIP, admite-se a integralização em bens, conforme registram Luciana Dias e Rafael Andrade: "[...] é preciso ainda salientar que nada há de artificial, irregular ou incomum no fato de as cotas dos FIP serem integralizadas com ativos que já sejam de titularidade do cotista ou grupo de cotistas ligados por conexões familiares" (DIAS, Luciana; ANDRADE, Rafael. Fundos de Investimento em Participações: o regime jurídico dos fundos exclusivos e reservados na regulamentação da CVM. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 455). A mesma permissão existe nos casos dos fundos de investimento ou classe de cotas restritas (art. 113, inciso I, da Resolução CVM nº 175/2022) e dos FIDC (art. 14 do Anexo Normativo II à Resolução CVM nº 175/2022).

140 Desde 2001, a Instrução CVM nº 356/2001 permite que os FIDC possuam "cotas subordinadas" e "cotas seniores". Segundo a redação original do art. 12 da Instrução CVM nº 356/2001: "As cotas seniores terão uma única classe, admitindo-se a emissão de outras classes, desde que subordinadas às cotas seniores, para efeito de amortização e resgate".

141 Desde 2003 permite-se que o regulamento do FIP preveja a existência de mais de uma classe de cotas, atribuindo-lhes direitos políticos e econômicos distintos. Nos termos do art. 19 da Instrução CVM nº 391/2003: "Será atribuído a cada cota o direito a um voto na assembléia geral de cotistas. §1º. O regulamento poderá admitir a existência de uma ou mais classe de cotas, atribuindo-lhes direitos políticos especiais para as matérias que especificar. §2º O regulamento poderá atribuir a uma ou mais classe de cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de performance, e respectivas bases de cálculo".

contudo, não possuirão patrimônio segregado em relação às demais subclasses das classes a que pertençam. As subclasses de cotas podem ser diferenciadas exclusivamente em razão dos seguintes elementos: público-alvo; prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída.

Nesse cenário, as classes de cotas podem ser ilustradas como "diversos fundos dentro de um mesmo fundo de investimento", organizados dessa forma (e não em fundos segregados) com a pretensão de se obter ganho de eficiência operacional (a ser confirmado a partir do início da efetiva utilização do instituto). Outras utilidades decorrentes da divisão das cotas em classes poderão surgir com o tempo.

1.8 **A figura do cotista (investidor)**

Expostos os principais aspectos relativos à cota do fundo de investimento, cabe ocupar-se da figura do seu titular: o cotista. Trata-se da pessoa, natural ou jurídica, que decide investir parte de seus recursos pessoais em fundo de investimento e, para tanto, subscreve ou adquire cotas representativas do patrimônio daquele fundo e adere ao seu regulamento.

Como regra geral, nos fundos abertos, a pessoa passa a ser cotista do fundo mediante aporte de recursos que ampliam o patrimônio do fundo e resultam na emissão de novas cotas (salvo exceções muito específicas, já analisadas, em que se admite a transferência das cotas de fundos abertos). Por outro lado, nos fundos fechados, além da possibilidade de emissão de novas cotas, pode ser que alguém venha a se tornar cotista ao adquirir cotas de outra pessoa que as detenha, seja privadamente, seja por meio de negociação em mercado.

A partir do momento em que a pessoa passa a ser cotista de fundo de investimento, passa também a ser parte das relações contratuais que envolvem os cotistas, o administrador e o gestor do fundo.

A titularidade sobre as cotas confere aos cotistas direitos e obrigações no âmbito dos fundos de investimento. Os direitos podem ser tanto de natureza patrimonial (com destaque para o direito de participar de eventuais distribuições de resultados, amortizações ou resgates do fundo de investimento), quanto política (como aqueles de participar das assembleias de cotistas).[142]

---

[142] "Nesse passo, podemos dizer que a 'quota' é um título representativo de uma fração ideal do patrimônio de um fundo de investimento, que é ofertada ao público e que confere a seu titular, isto é, aquele que adquirir tal quota, o direito de participação nesse fundo, o direito de auferir os rendimentos que advierem da valorização

Há direitos e prerrogativas que podem ser exercidos individualmente pelos cotistas (cite-se, novamente, o de requerer resgate em fundos abertos; de negociar suas cotas em fundos fechados; de solicitar informações ao administrador ou ao gestor, dentre outros). Por outro lado, outros direitos somente podem ser exercidos pela coletividade de cotistas, reunida em assembleia.

A assembleia de cotistas é definida como a instância máxima de deliberação nos fundos de investimento. As normas da CVM que regulamentam a assembleia de cotistas guardam certa semelhança com as disposições legais sobre a assembleia geral de acionistas de companhias, adaptadas à realidade dos fundos de investimento.[143]

A assembleia de cotistas pode ser "geral", quando disser respeito às deliberações pertinentes ao fundo de investimento como um todo, abarcando as diferentes classes de cotas; ou "especial", quando diz respeito exclusivamente a determinada classe de cotas.[144] O fundo cujas cotas não se dividem em classes deliberará todas as matérias em assembleia "geral".

Para além das matérias de competência privativa das assembleias geral e especial previstas na regulamentação da CVM (arts. 70 e 71 da Resolução CVM nº 175/2022), pode o regulamento do fundo prever outras matérias que deverão ser privativamente deliberadas em assembleia.[145]

Vale registrar a importante constatação de Nelson Eizirik *et al* de que as assembleias de cotistas seriam, na prática, uma "ficção", uma vez que "raramente comparece algum cotista para votar, sendo as decisões tomadas pelo administrador".[146] Esse cenário foi confirmado pela CVM no Relatório de Análise da Audiência Pública que resultou na edição da Resolução CVM nº 175/2022, no qual mencionou verificar um "notório absenteísmo das assembleias" de

---

dos ativos integrantes da Carteira do fundo e/ou da política de investimento adotada pelo administrador, o direito de efetuar resgates, novas aplicações, eventuais transferências das quotas nos termos regulamentares, e igualmente o ônus de arcar com eventuais prejuízos que, a contrário sensu, forem apurados pelo fundo. Como se vê, não é permitido o controle direto sobre o negócio, ou seja, sobre os recursos investidos, enfim sobre a administração do fundo. Trata-se, conforme se pode concluir, de um título de investimento coletivo" (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, a. 4, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001. p. 3, versão eletrônica).

143 CARVALHO, op. cit., p. 92.

144 Art. 3º da Resolução CVM nº 175/2022: "Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: [...] VI – assembleia especial de cotistas: assembleia para a qual são convocados somente os cotistas de determinada classe ou subclasse de cotas; VII – assembleia geral de cotistas: assembleia para a qual são convocados todos os cotistas do fundo; [...]".

145 KUGLER, op. cit., p. 201.

146 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais:* regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 135.

fundos.[147]

Sem discordar dessa afirmativa, vale ponderar o seguinte: (a) recentemente, mecanismos como a consulta formal e realização de assembleias a distância abrem espaço para uma maior participação dos cotistas nas assembleias do fundo;[148] e (b) sendo, ou não, utilizada, fato é que a assembleia de cotistas consiste em foro decisório disponível aos cotistas e, assim, em potencial instrumento de controle, influência e fiscalização, pelos cotistas, das atividades desempenhadas pelo administrador e pelo gestor.

Além da assembleia, a regulamentação confere aos cotistas, ao administrador ou ao gestor a iniciativa de criar conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, cujas atribuições, composição e requisitos para convocação e deliberação devem ser estabelecidos no regulamento. Tais comitês, conforme será melhor explorado na Seção 3, consistem em mecanismo formal de influência dos cotistas na gestão do fundo de investimento.[149]

1.8.1 Investidores qualificados e profissionais

Os cotistas dos fundos de investimento podem ser categorizados, quanto à sua sofisticação, em investidores profissionais, investidores qualificados e público em geral.

Segundo a Resolução CVM nº 30/2021 (relativa às obrigações de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente – conhecidas como obrigações de *suitability*), cabe às pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários verificar se (a) o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente, (b) a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação e (c) o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação. É nessa Resolução que estão previstas as categorias de investidores acima mencionadas.

---

147 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 27 dez. 2022.

148 Art. 75 da Resolução CVM nº 175/2022: "A assembleia de cotistas pode ser realizada: I – de modo exclusivamente eletrônico, caso os cotistas somente possam participar e votar por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico; ou II – de modo parcialmente eletrônico, caso os cotistas possam participar e votar tanto presencialmente quanto a distância por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico [...] § 3º. Os cotistas podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida pelo administrador antes do início da assembleia, observado o disposto no regulamento".

149 "Muitas vezes, tais comitês possuem função auxiliar e consultiva, sem qualquer poder decisório, porém, em outros casos, tais comitês possuem competência para autorizar ou não que o fundo adquira ou aliene determinado ativo da carteira do fundo, de tal forma que passam a, efetivamente, tomar decisões no âmbito do fundo [...]" (KUGLER, op. cit., p. 172).

O mais alto grau de sofisticação dos investidores consiste no seu enquadramento na categoria de *investidores profissionais*. São considerados investidores profissionais: (a) as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN; (b) as companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (c) as entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (d) as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo específico; (e) fundos de investimento; (f) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (g) assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (h) investidores não residentes no Brasil.

Abaixo dos profissionais, figuram os *investidores qualificados*, que são, nos termos da regulação: (a) os investidores profissionais; (b) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 1 milhão e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo específico; (c) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (d) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Finalmente, há investidores que não se enquadram nas características necessárias para serem considerados "qualificados" ou "profissionais". Tais investidores são referidos como *público em geral*, *investidores não qualificados* ou, no jargão de mercado, "*investidores de varejo*".

A conceituação como investidor qualificado ou profissional diferencia do público em geral um grupo de investidores com maior capacidade técnica e/ou financeira, habituados a realizar investimentos nos mercados financeiro e de capitais e dotados de uma expertise e estrutura que lhes permite avaliar corretamente os riscos dos investimentos que realizam. Estabelece-se uma presunção de que os investidores qualificados e profissionais possuem melhores conhecimentos sobre o mercado de valores mobiliários e, portanto, maior capacidade de obtenção de informações e avaliação de riscos.[150]

---

[150] CARVALHO, op. cit., p. 97-98.

Nas palavras de João Luiz Frossard, "um traço comum nesses dois tipos de investidores [qualificados e profissionais] é o bom ou profundo conhecimento do mercado financeiro, seus produtos e os riscos a eles associados", razão pela qual estariam "habituados a tomar decisões financeiras de maneira embasada e com bastante discernimento".[151]

Em razão dessas características, é facultado aos investidores qualificados e profissionais realizar determinados investimentos não permitidos para um investidor comum, notadamente com maior grau de risco e, consequentemente, maior possibilidade de retorno.

No caso de fundos de investimento, permite a regulamentação que classes de cotas sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados[152] ou profissionais. São as denominadas classes restritas (ou fundos restritos, quando não houver divisão em classes).[153] Quando isso ocorre, a regulamentação flexibiliza certas regras destinadas à proteção do investidor,[154] justamente por presumir que investidores de tais categorias não precisam de determinados dispositivos protetivos.[155]

Adicionalmente, há determinados modalidades de fundos de investimento ou classes de cotas que só podem ser subscritas ou adquiridas por investidores qualificados ou profissionais, por força da regulação. É o caso dos FIP, em cujas cotas apenas investidores qualificados podem investir;[156] e dos FIDC cujas políticas de investimento admitam a aquisição de direitos

---

151 SILVA, João Luiz Frossard Pestana da. O dever de informar ao investidor de varejo em fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 378.

152 Sempre que a regulamentação menciona "investidores qualificados", deve-se ler "investidores qualificados e profissionais", visto que os investidores profissionais também são qualificados, na forma do art. 12, inciso I, da Resolução CVM nº 30/2021. Já o inverso não é verdadeiro: investidores qualificados não necessariamente são profissionais.

153 Art. 111 da Resolução CVM nº 175/2022: "Considera-se 'Restrita' a classe ou subclasse exclusivamente destinada a aplicação de recursos de investidores qualificados e profissionais".

154 CARVALHO, op. cit., p. 98.

155 Exemplos das regras flexibilizadas – sem qualquer pretensão de ser exaustivo – são: (a) afastamento de restrições na fixação de taxa de performance devida ao gestor (art. 30 do Anexo Normativo I à Resolução CVM nº 175/2022); (b) possibilidade de extrapolar os limites de concentração em ativos financeiros no exterior, desde que atendidas algumas condições, no caso de classes ou fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados (art. 43, *caput* e parágrafo primeiro, do Anexo Normativo I à Resolução CVM nº 175/2022); ou exclusão de qualquer limite, no caso das classes ou fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais (art. 76, inciso II, do Anexo Normativo I à Resolução CVM nº 175/2022); (c) ampliação (no caso de investidores qualificados) ou dispensa (no caso de investidores profissionais) dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro (art. 75 e 76, inciso I do Anexo Normativo I à Resolução CVM nº 175/2022); e (d) no caso de classes ou fundos destinados a investidores profissionais, não cumprimento de determinadas obrigações pelo administrador (art. 76, inciso III do Anexo Normativo I à Resolução CVM nº 175/2022).

156 Art. 4º da Instrução CVM nº 578/2016: "Somente podem investir no fundo investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica".

creditórios "não padronizados" (os antigos FIDCs-NP).[157]

Conforme será visto adiante neste trabalho, essa categorização dos investidores em "qualificados", "profissionais" ou "público em geral" é relevante, no entendimento de parte da doutrina e precedentes de alguns Tribunais, para fins de apuração da responsabilidade civil dos administradores e gestores dos fundos de investimento.

1.8.2 Classes ou fundos exclusivos

A própria natureza jurídica dos fundos de investimento – um condomínio, ainda que "especial" – poderia indicar, à primeira vista, que a pluralidade de cotistas seria uma característica essencial para que determinado veículo de investimento pudesse ser considerado um fundo.

Com efeito, é evidente que a regulamentação dos fundos de investimento no Brasil parte de um cenário de coletividade de cotistas. Um dos principais objetivos das normas sobre o tema consiste em alinhar os interesses daqueles que detêm a propriedade sobre o patrimônio (os cotistas) com os dos responsáveis pela administração e gestão da carteira do fundo (os administradores e gestores).[158]

Contudo, a existência de fundos de investimento compostos por um único cotista, ou por um grupo de cotistas alinhados por vínculos específicos, é uma realidade.

Segundo dados divulgados pela CVM, no encerramento do ano de 2021, 5.091 dos 22.672 "Fundos 555" existentes à época (22,46% do total) se enquadravam no conceito de "fundo exclusivo".[159] Por essa razão, tanto a autorregulação da ANBIMA, quanto a própria regulamentação da CVM, reconhecem e monitoram a existência de fundos de investimento com essas características.

O Código ANBIMA de Administração de Recursos de Terceiros (ART) conceitua e

---

[157] Art. 15 do Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175/2022: "As classes de cotas cuja política de investimento admita a aquisição de direitos creditórios não-padronizados são de subscrição exclusiva de investidores profissionais, ressalvada a hipótese de subscrição de cotas subordinadas pelo cedente e suas partes relacionadas". Até a edição da Resolução CVM nº 175/2022, os FIDC eram destinados exclusivamente a investidores qualificados; e os FIDC-NP eram destinados a investidores profissionais. Atualmente, observados determinados requisitos, admite-se que os FIDC sejam destinados também ao público em geral.

[158] DIAS, Luciana; ANDRADE, Rafael. Fundos de Investimento em Participações: o regime jurídico dos fundos exclusivos e reservados na regulamentação da CVM. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 450.

[159] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Centrais de Conteúdo. Publicações. Séries Históricas. Emissores. *Características dos Fundos – Planilha Agregada – Fundos 555 – Total*. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/series-historicas/emissores/caracteristicas-dos-fundos-planilha-agregada-fundos-555-total.ods/view. Acesso em: 23 jul. 2022.

diferencia os chamados fundos exclusivos e fundos reservados das demais modalidades de fundos de investimento. Com efeito, *fundos exclusivos* são conceituados pela ANBIMA como aqueles destinados "exclusivamente a um único investidor profissional".[160] Por seu turno, *fundos reservados* são os destinados "a um grupo determinado de investidores que tenham entre si vínculo familiar, societário ou que pertençam a um mesmo Conglomerado ou Grupo Econômico, ou que, por escrito, determinem essa condição".[161]

A CVM, por sua vez, reconhecia apenas a figura dos investidores exclusivos até pouco tempo atrás. O art. 130 da Instrução CVM nº 555/2014 previa ser "exclusivo" o fundo destinado a investidores profissionais constituído para receber aplicações de um único cotista.

Com a edição da Resolução CVM nº 175/2022, o conceito de fundo exclusivo utilizado pela CVM foi alargado para abarcar também o que a ANBIMA denomina "fundo reservado", nos seguintes termos: "considera-se 'Exclusiva' a classe ou subclasse de cotas [ou, naturalmente, o próprio fundo de investimento, quando não houver divisão em classes ou subclasses] constituída para receber aplicações exclusivamente de um único investidor profissional, de cotistas que possuam vínculo societário familiar ou de cotistas vinculados por interesse único e indissociável".

Ainda segundo os conceitos constantes da Resolução CVM nº 175/2022, (a) "vínculo familiar" abrange os ascendentes, descendentes ou parentes afins, civis e colaterais até o segundo grau; (b) "vínculo societário familiar" significa o vínculo decorrente da participação direta ou indireta em veículo de investimento constituído com o objetivo de consolidar patrimônio de um grupo de pessoas que tenham vínculo familiar; e, por sua vez, (c) "vínculo por interesse único e indissociável" quer dizer o vínculo decorrente de controle comum, conforme definido nas normas contábeis, ou de acordo que obrigue os cotistas a votarem em conjunto nas assembleias.

Para fins de esclarecimento, este trabalho utilizará a nomenclatura adotada pela nova regulamentação da CVM, referindo-se apenas aos "fundos exclusivos".

Cabe notar que, tanto a ANBIMA, quanto a CVM, referem-se ao investidor único da classe ou fundo exclusivo como um investidor profissional. Contudo, nem o conceito de fundo reservado da ANBIMA, nem a Resolução CVM nº 175/2022, deixam claro se o grupo (nos

---

[160] ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Administração de Recursos de Terceiros*. São Paulo, 16 dez. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm#:~:text=O%20c%C3%B3digo%20estabelece%20princ%C3%ADpios%20e,melhores%20pr%C3%A1ticas%20para%20a%20atividade. Acesso em: 23 jul. 2022.

[161] Art. 1º, incisos XLVIII e L, do Código ANBIMA de ART.

casos em que o fundo exclusivo for composto por um grupo de cotistas vinculados) deve ser integralmente composto por investidores profissionais. Como as normas limitativas de liberdade (autonomia privada) devem ser interpretadas restritivamente,[162] deve-se concluir pela desnecessidade de que os cotistas de fundos reservados (ou exclusivos, na nomenclatura da CVM), compostos por grupo vinculado por interesse único e indissociável, sejam investidores profissionais.

Fora as poucas regras especificamente direcionadas às classes ou fundos exclusivos e reservados – seja para impor restrições, seja para liberá-los do cumprimento de determinadas obrigações – essas modalidades de classes ou fundos estão sujeitas ao arcabouço regulatório da CVM e autorregulatório da ANBIMA (caso seus gestores tenham aderido às normas desta última).[163]

1.8.3 Limitação da responsabilidade do cotista

A importância do instituto da limitação da responsabilidade e dos seus efeitos no desenvolvimento das atividades econômicas é inquestionável.[164] Não por outra razão, estruturas que se valem da limitação de responsabilidade do investidor ou do empreendedor são algumas das mais utilizadas no Brasil e em outros países.

Não obstante, até a reforma do Código Civil promovida pela Lei da Liberdade Econômica, não havia dispositivo legal que permitisse a limitação da responsabilidade daquele que investe em fundos de investimento em geral. Por essa razão, o tratamento jurídico dos fundos como condomínios levava à inevitável conclusão de que a responsabilidade patrimonial do cotista seria ilimitada (conclusão esta decorrente da própria disciplina dos condomínios, que não

---

[162] MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 209-210.

[163] "A opção por se utilizar de instrumentos regulamentados pela CVM atrai a competência da Autarquia e limita, em certa medida, a liberdade dos particulares, que não podem, de acordo com a sua conveniência, e ainda que de comum acordo, estabelecer figuras que, embora constituídas sob o manto de determinada regulamentação, não a observam na integralidade. Por vezes, as regras da CVM conferem flexibilidade aos particulares para, dentro de um determinado espectro, definir um regime mais adequado aos seus objetivos. Existe, contudo, uma série de regras cogentes, que por definição não podem ser afastadas por escolha dos agentes" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/295. Relator: Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 7 maio 2019).

[164] Nesse sentido, confira-se: EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996. p. 41-62; GONÇALVES, Oksandro. Os princípios gerais do direito comercial: autonomia patrimonial da pessoa jurídica, limitação e subsidiariedade da responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 58, p. 183, out./dez. 2012; e SABIÃO, Thiago Moreira de Souza; TEIXEIRA, Tarcísio. Reflexões sobre a importância da limitação da responsabilidade nas Sociedades Limitadas. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 19, p. 39–64, out. 2016.

possuem patrimônio separado de seus titulares).

Apenas em fundos de investimento imobiliário (FII) a responsabilidade do cotista era limitada, à luz do art. 13 da Lei nº 8.668/1993, que prevê expressamente que o investidor dos FII "não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das quotas subscritas".

Para os demais fundos de investimento, vigorava o disposto no art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014, segundo o qual os cotistas respondiam por eventual patrimônio líquido negativo do fundo.[165] Na prática, tal disposição significava que os cotistas tinham responsabilidade subsidiária pelas obrigações contraídas pelo fundo de investimento no exercício de sua capacidade negocial. Assim, constatado o patrimônio líquido negativo do fundo, os patrimônios pessoais dos cotistas passariam a responder pelas obrigações da coletividade, por inexistir separação patrimonial ou limitação de responsabilidade.

Essas circunstâncias consistiam em uma desvantagem dos fundos em relação a outras estruturas com limitação de responsabilidade (como as sociedades), o que poderia levar a ineficiências. Não por outra razão, a disciplina dos fundos de investimento nesse aspecto em particular era objeto de críticas por parte da doutrina. Carlos Martins Neto, em trabalho publicado em 2017, sinalizou a necessidade de alteração legislativa para prever a limitação de responsabilidade do cotista.[166]

Tal sugestão foi atendida, em parte, com a edição da Lei da Liberdade Econômica. O art. 1.368-D do Código Civil permite que os regulamentos dos fundos de investimento limitem a responsabilidade de cada investidor ao valor de suas respectivas cotas, desde que observadas as normas expedidas pela CVM. Assim, os fundos de investimento (ou suas classes de cotas, se houver) passaram a ser classificados como:

a) *fundos ou classes com limitação de responsabilidade*, categoria que inclui os FII (por força do art. 13 da Lei nº 8.668/1993) e demais fundos de investimento que contenham disposições em seus regulamentos limitando a responsabilidade dos

---

[165] O art. 2°, XXXVII, da Instrução CVM nº 555, conceituava patrimônio líquido do fundo como "a diferença entre o total do ativo realizável e do passivo exigível".

[166] "Entende-se que a solução deve passar necessariamente pelo reconhecimento do fundo de investimento como espécie de pessoa jurídica com natureza própria, bem como pela instituição de uma disciplina básica comum a todos os fundos de investimento, com previsão expressa da limitação da responsabilidade dos cotistas. Para tanto, seria necessário: (i) a inclusão dos fundos de investimento no rol das pessoas jurídicas contempladas pelo artigo 44 do Código Civil; (ii) a aprovação de lei que institua a disciplina legal básica aplicável a todos os fundos de investimento e estabeleça a limitação de responsabilidade dos cotistas; [...]" (MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. Rio de Janeiro: Almedina, 2017. p. 162).

investidores (para o fundo como um todo ou determinadas classes de cotas). Nesses casos, a responsabilidade dos cotistas é limitada ao valor das cotas subscritas (semelhante ao regime atualmente aplicável às companhias regidas pela Lei nº 6.404/1976); e

b) *fundos ou classes sem limitação de responsabilidade*, quando o regulamento não contiver previsão acerca da limitação de responsabilidade, casos em que, constatado o patrimônio líquido negativo, os cotistas passam a responder pelas dívidas do fundo de investimento ou classe de cotas de forma pessoal (i.e., com seu patrimônio particular), subsidiária (a responsabilidade do cotista pressupõe a constatação de patrimônio líquido negativo no fundo de investimento) e ilimitada (com toda a força do seu patrimônio).[167-168]

Detalhando a disciplina do referido dispositivo do Código Civil, a Resolução CVM nº 175/2022 estabelece que o regulamento do fundo deve fixar o regime de responsabilidade dos cotistas, determinando se está limitada ao valor por eles subscrito ou se é ilimitada. Logo, em um primeiro momento, caberá ao administrador e ao gestor decidirem, ao aprovar o regulamento inicial do fundo de investimento, por estabelecer, ou não, a limitação de responsabilidade. Posteriormente, eventual alteração de regime de responsabilidade somente poderá se dar por deliberação dos cotistas, reunidos em assembleia.

Caso o regulamento preveja a limitação da responsabilidade do cotista, o sufixo "Responsabilidade Limitada" deverá ser acrescido à denominação do fundo ou das classes às quais o regime de limitação de responsabilidade for aplicável.[169] Nesse sentido, optou a CVM por permitir que o regulamento estabeleça se fundo como um todo esteja abarcado pela limitação de responsabilidade de seus cotistas; ou que apenas os cotistas titulares de cotas de determinadas classes possuam esse benefício (caso em que um mesmo fundo terá cotas de responsabilidade limitada e ilimitada).[170]

Enfim, sem prejuízo das mencionadas críticas sobre a natureza jurídica de condomínio

---

[167] CAMPINHO, Sergio. *O Direito de Empresa à Luz do Código Civil*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 58.

[168] Importante ressaltar que não se adequa ao escopo deste trabalho adentrar no mérito da discussão sobre se, uma vez constatado patrimônio líquido negativo, a pretensão dos credores pode ser exercida diretamente sobre os cotistas; ou se cabe aos prestadores de serviços essenciais, em nome do fundo, demandar dos cotistas aportes a fim de suprir o patrimônio líquido negativo.

[169] Art. 6º, parágrafo terceiro, da Resolução CVM nº 175/2022.

[170] "[...] a responsabilidade dos cotistas será disciplinada nos anexos da classe de cotas (art. 48, § 2º, II), de forma que o mesmo fundo de investimento poderá contar com classes de cotas de responsabilidade limitada e ilimitada" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 6 jan. 2023).

de natureza especial dos fundos, fato é que a limitação de responsabilidade consiste em técnica eficiente para reduzir os riscos inerentes a essa modalidade de investimento, ao possibilitar limitá-los ao montante efetivamente subscrito pelo cotista. Gera-se, assim, certo conforto aos cotistas de que eventuais perdas não deverão superar os recursos comprometidos (sem prejuízo de discussões que certamente decorrerão da limitação de responsabilidade, à semelhança do que se verifica nos veículos de natureza societária).[171-172]

1.8.4 A busca por cotistas: distribuição das cotas do fundo de investimento

A busca por cotistas para o fundo de investimento se dá por meio da distribuição de suas cotas. A atividade de distribuição de cotas é feita, via de regra, por instituição especializada, integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. Pode, ainda, ser feita diretamente pelo administrador ou gestor. A prestação do serviço de distribuição de cotas de fundos é melhor analisada na subseção 1.10.1.

A forma e a disciplina da distribuição de cotas de fundos de investimento dependem do regime (aberto ou fechado) da classe ou fundo.

Em fundos abertos (ou classes de cotas de regime aberto), a distribuição pública independe de registro na CVM e não possui prazo determinado de duração. Esse tratamento é necessário para permitir a distribuição contínua, de forma que os cotistas possam aplicar seus recursos no fundo a qualquer tempo; e resgatar suas cotas também a qualquer tempo, observados os prazos de monetização previstos no regulamento.[173]

Sob outra perspectiva, em fundos ou classes de regime fechado, a distribuição deve observar a regulamentação específica sobre ofertas públicas de distribuição, como qualquer outro

---

171 Cabe notar que as cotas subscritas ou recursos comprometidos pelo cotista não se confundem com aportes efetivamente realizados. Assim como para as sociedades anônimas, a limitação de responsabilidade se relaciona com o valor subscrito ou comprometido. Caso, em situação de insolvência do fundo de investimento, verifique-se que há cotistas que não integralizaram todos os valores subscritos, eles poderão ser demandados a tanto, até o limite subscrito.

172 Para outros trabalhos sobre a limitação de responsabilidade nos fundos de investimento, cf. MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de; DI BIASE, Nicholas Furlan; SOUZA, Paula Morais Borges de. A obrigação de aportes extraordinários de recursos pelo cotista de fundo de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 109-134; e TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PINTO, Vitor Mendes Costa. A limitação da responsabilidade dos cotistas nos fundos de investimento em participações: novos caminhos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 91-108.

173 "Assim como os resgates são contínuos, as emissões e distribuições também o são, ocorrendo sempre que um possível investidor manifestar interesse" (CARVALHO, op. cit., p. 88).

emissor de valores mobiliários. Em 2022, as normas sobre ofertas públicas de distribuição primária e secundária de valores mobiliários e negociação de valores ofertados em mercados regulamentados sofreram ampla reforma regulatória, consolidada na Resolução CVM nº 160/2022.

Em princípio, a distribuição pública de cotas de fundos ou classes fechadas exigirá o prévio registro da emissão, devendo ser observado o procedimento previsto na referida norma. Contudo, não estão sujeitas à regulação as ofertas públicas (a) iniciais e subsequentes de cotas de fundos de investimento fechados exclusivos; e (b) subsequentes de cotas de fundos de investimento fechados, destinada exclusivamente a cotistas do próprio fundo, nos casos de fundos ou classes de cotas com menos de 100 cotistas na data da oferta e cujas cotas não estejam admitidas à negociação em mercado organizado.

Além disso, pode se valer do rito de registro automático de distribuição a oferta pública (a) inicial de distribuição de cotas de fundo de investimento fechado não exclusivo que seja destinada exclusivamente a: (a.1) investidores profissionais; (a.2) investidores qualificados; ou (a.3) ao público investidor em geral, quando o requerimento de registro for previamente analisado por entidade autorreguladora autorizada pela CVM;[174] ou (b) subsequente de distribuição de cotas de fundo de investimento fechado não exclusivo destinada exclusivamente a: (b.1) investidores profissionais; (b.2) investidores qualificados; (b.3) ao público investidor em geral, desde que tenha havido oferta anterior objeto de análise prévia por parte da CVM e não tenha havido ampliação de público-alvo do fundo ou alteração em sua política de investimento; ou (b.4) ao público investidor em geral quando o requerimento de registro for previamente analisado por entidade autorreguladora autorizada pela CVM nos termos do convênio.

Finalmente, a questão da possibilidade de distribuição privada de cotas de fundo de investimento consiste em matéria controvertida, carecendo, mesmo na presente data, de posicionamento mais contundente por parte da CVM.[175]

---

[174] Em 20 de dezembro de 2022, a CVM divulgou a celebração de acordo de cooperação técnica com a ANBIMA, tendo por objeto, dentre outras matérias, a autorização à entidade autorreguladora para realizar a análise prévia de requerimentos de registro de ofertas públicas de valores mobiliários (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *CVM e ANBIMA atualizam acordo de cooperação técnica*. Rio de Janeiro, 20 dez. 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-e-anbima-atualizam-acordo-de-cooperacao-tecnica. Acesso em: 8 jan. 2023).

[175] Em 2006, o Colegiado da CVM havia se manifestado sobre esse tema no âmbito de processo administrativo. Na forma do voto do Relator, o ex-Presidente Marcelo Trindade, acompanhado pelo Colegiado, entendeu-se que a competência da CVM relativa à disciplina dos fundos de investimento decorreria do art. 19 da Lei nº 6.385/1976, de forma que somente caberia à autarquia regular fundos de investimento cujas cotas fossem colocadas publicamente. Ou seja, para atrair a competência regulatória da CVM a determinado fundo, seria necessário promover a distribuição pública de suas cotas (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo nº RJ2005/2345. Relator: Pres. Marcelo Trindade. Rio de Janeiro. Data da decisão: 21 fev. 2006).

Sem prejuízo dessa constatação, cabe registrar que, em 2018, o Colegiado da CVM se manifestou no sentido de que a autarquia poderia "conceder o registro (de funcionamento e de emissor) aos fundos que invistam em valores mobiliários, independentemente de os administradores pretenderem colocar as cotas de modo exclusivamente privado".[176] As exceções seriam os fundos que não investissem em valores mobiliários, como os FIDC (em razão da natureza dos ativos que compõem sua carteira) e os FII (que exige a intermediação de integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para captação de recursos, nos termos do art. 1º da Lei nº 8.668/1993).

Por certo, tal manifestação do Colegiado contribuiu para reduzir as incertezas, ao afirmar que fundos podem se registrar e se sujeitar às normas da CVM independentemente da forma de distribuição de suas cotas, levando à conclusão lógica de que a autarquia, portanto, admitiria que tais cotas fossem colocadas privadamente.[177]

1.9 **Os prestadores de serviços essenciais: administrador e gestor**

Como os fundos de investimento não possuem personalidade jurídica própria – ou seja, são entes despersonalizados – sua estrutura não se divide em "órgãos" (como os que existem nas sociedades, tais como a assembleia geral, o conselho de administração, a diretoria, o conselho fiscal, dentre outros).[178]

A constituição e o funcionamento dos fundos de investimento, na verdade, dependem da atuação de determinados prestadores de serviços. Nos termos da Resolução CVM nº 175/2022, "o funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do

---

[176] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo nº 19957.003689/2017-18. Relator: Dir. Pablo Renteria. Rio de Janeiro. Data da decisão: 31 out. 2018.

[177] Não obstante, o próprio voto proferido no processo analisado em 2018 é encerrado afirmando-se que a CVM deveria deixar mais claro aos participantes do mercado em que casos uma oferta é tida como privada, de modo a reduzir o número de ofertas privadas realizadas sob amparo do regime das ofertas públicas (Ibidem).

[178] "A organização social criada pelo contrato de companhia é um sistema de ação coletiva, ou conjunto organizado de atos de diversos agentes (os acionistas e os ocupantes dos papéis dos órgãos da companhia), e órgãos da companhia são os subconjuntos de papéis desse sistema com funções especializadas definidas normativamente pelo sistema jurídico da companhia. Os conceitos de órgão e organização foram formados pela biologia a partir da observação do organismo, ou indivíduo biológico, que é um conjunto de células, tecidos e órgãos integrados funcionalmente. Analisado como objeto composto, o organismo é um sistema, ou conjunto de elementos interligados por relações, e em maior grau de abstração organizar é criar um sistema, e órgão é o subconjunto funcional de um sistema. Estrutura é a disposição e ordem dos elementos de um sistema, que percebemos por meio de suas inter-relações, e nos referimos à disposição dos órgãos da companhia como sua estrutura" (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Órgãos Sociais. In: _____ (Coord.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 563).

fundo" (art. 80).

Como antecipado na introdução deste trabalho, há dois prestadores de serviço tomados como "essenciais" aos fundos de investimento: o administrador e o gestor.

O administrador tem poderes para praticar os atos necessários à administração do fundo de investimento. Podem funcionar como administradores de fundos as pessoas jurídicas autorizadas, nos termos da Resolução CVM nº 21/2021, ao exercício profissional de administração de carteira de valores mobiliários, na categoria *administrador fiduciário*.

Por sua vez, o gestor promove a gestão profissional dos ativos integrantes da carteira do fundo de investimento, observada a regulamentação, o regulamento e a política de investimento. A gestão deve ser realizada por pessoa natural ou jurídica autorizada, novamente nos termos da Resolução CVM nº 21/2021, ao exercício profissional de administração de carteira de valores mobiliários, na categoria *gestor de recursos*.[179]

A partir da entrada em vigor da Resolução CVM nº 175/2022, administrador e gestor são ambos tratados como prestadores de serviços essenciais, reconhecendo o regulador que possuem obrigações e responsabilidades distintas; bem como que a administração e a gestão consistem em atividades que podem ser exercidas por pessoas diferentes.

No entanto, durante muitas décadas e até muito recentemente, a regulamentação atribuía o protagonismo nos fundos de investimento exclusivamente ao administrador, tratando o gestor como uma figura eventual e secundária, que poderia ser contratada, ou não, pelo administrador, em nome do fundo.

Esse modelo regulatório, com o passar do tempo, foi se revelando uma distorção quando comparado com o que se verificava na prática. Nas últimas duas décadas, as relações entre administrador e gestor e os papéis por cada um exercidos no âmbito dos fundos de investimento

---

[179] Cabe registrar que a regulamentação aplicável aos FII exigia registro de seu administrador junto à CVM apenas caso o fundo investisse parcela superior a 5% de seu patrimônio em valores mobiliários (art. 28, parágrafo primeiro, da Instrução CVM 472/2008, combinado com o disposto no art. 1º, parágrafo terceiro, da Resolução 21/2021). Não obstante, a partir da edição da Resolução CVM nº 175/2022, todos os administradores de FII deverão ser devidamente registrados junto à CVM: "Em atenção ao participante, inicialmente cabe lembrar que FII e FIDC recebiam tratamentos distintos, posto que a regulamentação dos FII requeria do administrador registro na CVM caso o fundo investisse parcela superior a 5% de seu patrimônio em valores mobiliários, nos termos do § 1º do art. 28 da Instrução CVM 472, de 2008, combinado com o disposto no § 3º do art. 1º da Resolução 21, de 2021. Dada a nova sistemática, na qual o gestor do fundo adquire maior proeminência na operação, bem como posta a necessidade de revisar e consolidar os atos normativos da CVM, doravante os administradores fiduciários de FII deverão todos ser registrados na Autarquia como administradores de carteiras de valores mobiliários, sendo aplicável o prazo de 24 meses para adaptação dos fundos em funcionamento à nova regulamentação (e, portanto, para obtenção do registro por parte dos administradores que não o possuem, se for o caso)" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 6 jan. 2023).

foram substancialmente alterados em razão da evolução do mercado de fundos; evolução esta que foi acompanhada pela regulamentação apenas de forma tardia, conforme será demonstrado nas linhas que se seguem.

1.9.1 A evolução na disciplina da relação entre administrador e gestor

1.9.1.1 O administrador como único responsável pelo fundo

Para iniciar as discussões sobre o tema, importante reiterar relevante elemento histórico comentado anteriormente neste trabalho: até meados da década passada, não havia diferenciação formal e de registro entre o administrador fiduciário e o gestor de recursos.

Sem pretensão de promover retrospectiva histórica, cabe voltar rapidamente no tempo até a vigência da Instrução CVM nº 302/1999, que dispunha sobre os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. Conforme previsto na referida Instrução, a constituição do fundo de investimento deveria ser deliberada por seu administrador que, após este ato, seria também o responsável por requerer a autorização de funcionamento do fundo junto à CVM.[180]

Ao administrador caberia exercer todos os atos necessários à administração da carteira do fundo e os direitos inerentes aos ativos que a integrassem. Entretanto, permitia-se que o administrador contratasse outro profissional, também habilitado junto à CVM, para gerir a carteira do fundo. Essa contratação, tratada como eventual nos termos das disposições da Instrução CVM nº 302/1999, era feita diretamente pelo administrador, em seu próprio nome.[181]

À época, a atividade de administração de carteira de valores mobiliários era regulamentada pela Instrução CVM nº 306/1999, que não diferenciava os registros nas categorias administrador fiduciário e gestor de recursos. Havia uma categoria única de administrador de carteira.

Note-se, portanto, qual era o cenário em 1999: o protagonismo na constituição e manutenção do fundo de investimento era inteiramente do administrador. Este tinha a faculdade de

---

[180] Instrução CVM nº 302/1999: "Art. 11. O funcionamento do fundo de investimento em títulos e valores mobiliários depende de prévia autorização da CVM. Art. 12. A constituição do fundo deve ser deliberada por seu administrador, que, nesse ato, deve aprovar também o inteiro teor do seu regulamento".

[181] Instrução CVM nº 302/1999: "Art. 50. O administrador do fundo, observadas as limitações legais e as previstas nesta Instrução, tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração da carteira do fundo, bem como para exercer todos os direitos inerentes aos ativos que a integrem, inclusive a contratação de terceiros legalmente habilitados para prestação de serviços relativos às atividades do fundo. Parágrafo único. O administrador pode contratar terceira pessoa, igualmente habilitada para o exercício profissional de administração de carteira, para gerir a carteira do fundo, observado o disposto no § 1º do art. 51".

contratar um outro administrador (registrado na mesmíssima categoria que o primeiro) especificamente para gerir a carteira do fundo de investimento, subcontratando tal atividade.[182-183]

1.9.1.2 Avanços até a separação das funções do administrador e do gestor do fundo

A vigência da Instrução CVM nº 302/1999 foi relativamente curta, visto que poucos anos depois a CVM concentrou a competência regulatória sobre os fundos de investimento (antes concorrente com o BACEN) e, em 2004, editou a Instrução CVM nº 409 como novo marco aplicável a veículos.

No que importa para a análise da relação entre administrador e gestor dos fundos, o principal ajuste proporcionado pela Instrução CVM nº 409/2004 foi a previsão de que a contratação de terceiros devidamente habilitados e autorizados para gerir a carteira do fundo deveria se dar "em nome do fundo".[184]

Sem detalhar o assunto, Eduardo Pavia destacou aspecto prático relevante para que os serviços de terceiros contratados por intermédio do administrador fossem considerados como realizados "em nome do fundo": no regime anterior, as despesas com a contratação de tais terceiros poderiam ser entendidas como do administrador, beneficiando-se tal agente dos reflexos fiscais daí decorrentes. Com a mudança promovida pela Instrução CVM nº 409/2004, restou evidente que aquelas contratações consistiam despesas com impactos no patrimônio do fundo.[185]

Já para Rafael Andrade, esta mudança evidenciou a paulatina evolução do entendimento

---

182 "Por muito tempo, a regulamentação só previa a figura do administrador, a quem competia o desempenho de todos os serviços necessários à consecução da finalidade do fundo. Admitia-se, contudo, que, por meio de delegação contratual, o administrador contratasse terceiros para auxiliá-lo na realização de parte das suas atribuições, inclusive a gestão da carteira. Formavam-se, assim, sucessivos vínculos contratuais, o primeiro entre os cotistas do fundo e o administrador, e o segundo entre este e o prestador de serviço" (OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 19).

183 "Em relação ao modelo regulatório da adotado pela CVM, o poder de exercer os direitos do fundo perante as empresas investidas é originalmente detido pelo próprio administrador, que apenas tem a 'faculdade' de delegar, no todo ou em parte, esses poderes" (TAVARES BORBA, José Edwaldo; TAVARES BORBA, Gustavo. Da responsabilidade civil contratual solidária entre administrador e gestor de fundo de investimento. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 28, p. 37-59, jan./jul. 2021. p. 49)

184 Instrução CVM nº 409/2004, em sua redação original: "Art. 56. [...] §1º. O administrador poderá contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços, com a exclusão de quaisquer outros não listados: I – a gestão da carteira do fundo; II – a consultoria de investimentos; III – as atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; IV – a distribuição de cotas; V – a escrituração da emissão e resgate de cotas; VI – custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros; e VII – auditoria independente".

185 PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento:* estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 111.

da CVM sobre a relação entre administrador e os demais prestadores de serviço do fundo de investimento. Passou-se de um regime de subcontratação de determinadas atividades que, nos termos da regulação, caberiam ao administrador, mas poderiam ser delegadas a terceiros; para um regime em que as contratações eram feitas em nome do fundo, sendo o administrador alçado à função de *gatekeeper*.[186]

Também com o advento da Instrução CVM nº 409/2004, passaram a vigorar regras mais ostensivas acerca da obrigação de o administrador fiscalizar e assumir responsabilidades pelas atividades desempenhadas pelos demais prestadores de serviços contratados em nome do fundo, inclusive no tocante à gestão de carteira.

Com efeito, o art. 65 da Instrução CVM nº 409/2004 elencava, dentre as obrigações do administrador, a de "fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo" (inciso XV). O art. 57, parágrafo primeiro, da mesma Instrução previa a obrigação do administrador de promover prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo inclusive figurar no contrato como interveniente anuente. Seu parágrafo segundo, a seu turno, contemplava a obrigatoriedade de que o contrato entre o fundo e determinados prestadores de serviço contivesse cláusula que estipulasse a responsabilidade solidária entre o administrador e o prestador em questão por prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento do fundo de investimento ou à regulamentação.

A partir de meados dos anos 2000, fatores de mercado[187] resultaram em um movimento

---

[186] ANDRADE, op. cit. (2021), p. 229-233. No mesmo sentido, José Edwaldo Tavares Borba e Gustavo Tavares Borba: "o administrador, como figura central do fundo de investimento, exerce institucionalmente o papel de *gatekeeper*, a fim de preservar o ambiente desse segmento específico do mercado de valores mobiliários, de modo a que os investidores tenham a tranquilidade de saber que existe um participante regulado que estará fiscalizando os procedimentos e escolhendo bons profissionais para exercer as funções relevantes no fundo, em especial a gestão (caso esta não seja exercida pelo próprio administrador)" (TAVARES BORBA; TAVARES BORBA, op. cit., p. 49).

[187] Tais fatores são bem colocados por Rafael Andrade, valendo transcrever trecho de sua explanação: "O maior impulso à especialização na indústria brasileira de fundos, ao menos em relação à atividade de gestão da carteira, decorreu principalmente de fatores de mercado. Como se sabe, diante de aspectos conjunturais, especialmente dos altos índices inflacionários, os patrimônios de fundos foram historicamente concentrados em papéis de renda fixa, notadamente títulos públicos. Essa situação começa a se alterar principalmente no início dos anos 2000, com a tendência de redução da taxa básica de juros observada no começo daquela década. Ainda que já presentes na realidade econômica brasileira, é nesse período que passam a se destacar os denominados gestores independentes de fundos de investimento, ou seja, aqueles que não são ligados a instituições ou conglomerados financeiros. A gestão independente surge como uma atividade de nicho, focada no oferecimento (sobretudo aos investidores de maior patrimônio) de produtos mais arriscados comparativamente àqueles oferecidos pelos bancos, com fundos especializados em derivativos. Diante da queda da taxa de juros e a natural busca por ativos mais arriscados e, consequentemente, com maior potencial de retorno, os fundos de investimento com esse perfil tornaram-se cada vez mais visados pelos investidores, o que, ao seu turno, levou ao aumento do número dos gestores independentes. Com efeito, em meados dos anos 2000, já se falava no 'boom das assets', movimento acentuado com a redução na taxa básica de juros, que leva os investidores a procurarem ativos, inclusive fundos de investimento, mais arriscados e com maior potencial de

de especialização da atividade de gestão de recursos,[188] fazendo surgir novos administradores de carteira que não tinham interesse em desempenhar todas as tarefas pertinentes à administração do fundo de investimento, exercidas por grandes conglomerados financeiros; mas tão somente concentrar seus esforços na atividade – menos procedimental e mais intelectual – de gestão em si.[189]

Apesar dessa especialização e do aprimoramento regulatório decorrente da Instrução CVM nº 409/2004, como dito, a Instrução CVM nº 306/1999 – ainda em vigor – não diferenciava as figuras do administrador fiduciário e gestor de recursos, nem os requisitos para sua habilitação junto à CVM. Logo, agentes que tivessem interesse em atuar exclusivamente na gestão de recursos, ainda assim, tinham que se habilitar na categoria única de administrador de carteira, cumprindo os requisitos necessários para tanto.

Entre 2014 e 2015, houve nova reformulação da regulação relativa aos fundos de investimento, contemplando, dessa vez, também a matéria dos administradores de carteira. No âmbito dessa reformulação, foram editadas as Instruções CVM nº 555/2014 (sobre os fundos de investimento) e nº 558/2015 (sobre a administração de carteiras de valores mobiliários).

No tocante à relação entre as figuras do gestor e do administrador do fundo de investimento, a Instrução CVM nº 555/2014 manteve a lógica das disposições constantes da Instrução CVM nº 409/2004: possibilidade de o administrador contratar, em nome do fundo, terceiro para gerir a carteira; necessidade de análise e seleção do contratado de forma "prévia e criteriosa"; obrigação do administrador figurar como interveniente-anuente no contrato celebrado entre o

---

retorno. E esses produtos são, justamente, os que são oferecidos pelos gestores independentes, o que fomentou o seu vertiginoso crescimento. Por outro lado, e a despeito dessa maior demanda por fundos com políticas de investimento mais arrojadas, grande parte dos bancos comerciais, notadamente os de varejo (historicamente os maiores distribuidores de cotas de fundos de investimento devido à sua ampla capacidade e larga estrutura), optaram, ao menos inicialmente, por não lançar fundos próprios com esse estilo mais arriscado, contudo apenas por distribuir, direta ou indiretamente, cotas de tais fundos de investimento geridos por terceiros independentes, tendo em vista os riscos de imagem decorrentes de eventuais insucessos dessa empreitada" (ANDRADE, op. cit. (2021), p. 195-196).

188 "A necessidade de contratação de outros serviços pelo administrador do fundo em nome deste decorre da própria racionalidade do desempenho de qualquer atividade econômica mais complexa: com o refinamento do mercado, surgem novas especializações e atividades que, muitas vezes, eram originariamente combinadas, mas que se diferenciam" (COPOLA, Marina. Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 334-335)

189 "Originalmente, falava-se em um único tipo de prestador de serviços para os fundos: o seu administrador. Assim, por exemplo, a Lei nº 6.385/1976 trata, em seu art. 23, exclusivamente da atividade de administração de carteira de valores mobiliários. No entanto, com a evolução da indústria de fundos, as várias atividades que cabiam ao administrador começaram a se tornar cada vez mais especializadas e a se 'descolar', surgindo novos prestadores. O mais importante desses descolamentos foi o da gestão da carteira dos fundos" (YAZBEK, Otavio. A lei n.º 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luis F.; CUEVA, Ricardo V. B.; FRAZÃO, Ana (Orgs.). *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 558).

fundo e o gestor, com estipulação de cláusula de solidariedade perante os cotistas;[190] e necessidade de fiscalização, pelo administrador, dos serviços prestados pelo gestor. Por outro lado, deixou mais evidente a diferenciação entre as atividades do administrador e do gestor ao disciplinar, separadamente, as obrigações pertinentes a cada um desses agentes (arts. 90 e 91).

A grande novidade decorreu da edição da Instrução CVM nº 558/2015, que passou a disciplinar o administrador de carteira como gênero, cujo registro pode ser requerido nas seguintes categorias ou em ambas: (a) administrador fiduciário; e/ou (b) gestor de recursos.

As diferenças entre as obrigações do administrador fiduciário e do gestor de recursos serão tratadas posteriormente neste trabalho. Neste momento, basta saber que o registro na categoria gestor de recursos autoriza o agente a gerir carteiras de valores mobiliários, inclusive as dos fundos de investimento; ao passo que, ao administrador fiduciário, por exclusão, cabem as demais atividades pertinentes à administração de carteira que, na prática, servem para permitir que a gestão de recursos tenha estrutura, suporte e transparência adequados.[191]

Desse modo, atendendo às necessidades do mercado, criou-se uma categoria específica, destinada àqueles que pretendessem desempenhar, de forma especializada, apenas a gestão de recursos, cujos requisitos de registro se relacionam com a qualificação dos que serão responsáveis por tal atividade.

Entretanto, nesse *gap* entre o surgimento dos gestores de recursos independentes e a adequação da regulamentação para reconhecê-los devidamente, outra distorção surgiu nesse mercado, cujas principais discussões decorriam do dever do administrador de fiscalizar o gestor; bem como do protagonismo atribuído exclusivamente ao administrador pela regulamentação.

---

190 "O administrador, portanto, tem a opção de exercer diretamente a gestão ou de delegar essa função para um terceiro. Se fizer tal delegação, deverá, contudo, em atendimento aos seus deveres fiduciários e às regras da regulação, escolher de forma criteriosa, por meio de análise informada, o gestor. Além disso, conforme regras gerais da regulação, o administrador do fundo, ao optar por delegar a função de gestão, tem obrigação de prever regra contratual de responsabilidade civil solidária em virtude de atos irregulares de gestão, evitando, assim, que os cotistas sofram as consequências da má-escolha do gestor pelo administrador/gatekeeper do fundo" (TAVARES BORBA; TAVARES BORBA, op. cit., p. 50-51).

191 "Nesses casos, portanto, caberá ao administrador o exercício de funções administrativas (a chamada 'administração corporativa' do fundo, que compreende: tesouraria, escrituração, avaliação de cotas, publicação de fatos relevantes, prestação de informações à CVM, convocação de assembleias, contratação de auditores, advogados, etc.) e, ao gestor, de funções relacionadas à aquisição, monitoramento e alienação dos investimentos do fundo" (TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; LATINI, Luíza. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento em participações (FIPs): alguns parâmetros. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. v. IV. p. 65).

1.9.1.3 A polêmica questão do dever de fiscalização do administrador em relação ao gestor e seus limites

A obra de Rafael Andrade tem como ponto central a discussão do papel do administrador fiduciário como *gatekeeper* dos fundos de investimento, sendo, em grande parte, destinada a tratar da questão do dever de fiscalização, pelo administrador, das atividades do gestor e demais prestadores de serviço contratados em nome do fundo.[192]

Importante ressaltar que, com a regulamentação editada pela CVM no final de 2022, o dever de fiscalização do gestor pelo administrador foi integralmente reformado, conforme será detalhado adiante. Tratou-se de decorrência natural da elevação do papel do gestor a prestador de serviço essencial.[193] Por essa razão, a maior parte das polêmicas relativas ao amplo dever de fiscalização do gestor pelo administrador foram superadas pelo novo arcabouço regulatório. De qualquer forma, vale recapitular de forma objetiva como essa matéria era disciplinada, de modo a evidenciar as razões que levaram às mudanças na relação entre administrador e gestor.

Conforme demonstrado nos tópicos anteriores, a Instrução CVM nº 555/2014 estabelecia, de forma ampla, o dever do administrador de fiscalizar os serviços contratados em nome do fundo.[194] O objetivo da CVM com essa diretriz foi expressamente evidenciado no Relatório de Análise das manifestações dos participantes da Audiência Pública que antecedeu a edição da Instrução CVM nº 555/2014, nos seguintes termos:

> A CVM considera oportuno reforçar que, se por um lado o administrador tem a prerrogativa de delegar a prestação dos serviços de gestão do fundo, por outro lado ele não pode se esquivar das responsabilidades que possam advir da má prestação desses serviços, sendo seu dever supervisionar os serviços prestados por terceiros ao fundo.[195]

---

[192] ANDRADE, op. cit. (2021).

[193] O Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020 consignou que "Em decorrência da redistribuição de atribuições entre os prestadores de serviços essenciais, impõe-se a alteração do atual dever do administrador de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 31 jul. 2022).

[194] Rafael Andrade destaca que a contratação de um terceiro pelo administrador do fundo seria acompanhada de três principais desdobramentos, que consistem em obrigações do administrador: "A primeira é a exigência de que o administrador realize uma prévia e criteriosa análise antes de selecionar outras instituições para prestarem serviços ao fundo, devendo o administrador também figurar como interveniente-anuente no contrato. A segunda é a obrigatoriedade de inclusão de cláusula de solidariedade entre o administrador e alguns dos prestadores de serviço por ele contratados em nome do fundo. O último desdobramento é a atribuição imposta ao administrador de fiscalizar os serviços prestados aos fundos de investimento por esses terceiros [...]" (ANDRADE, op. cit. (2021), p. 214).

[195] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 04/2014*. Rio de Janeiro, 17 dez. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0414.html. Acesso em: 31 jul. 2022.

Embora o dever de fiscalização pelo administrador existisse em relação a todos os terceiros contratados em nome do fundo, as principais discussões se concentravam na fiscalização do serviço de gestão de carteira.

Sobre esse particular, os comandos regulatórios existentes eram tidos pela doutrina como amplos e genéricos. Salvo exceções pontuais, não era possível extrair das normas quais atos do gestor deveriam ser fiscalizados, com qual intensidade e quais instrumentos o administrador deveria adotar para que seu dever fosse considerado cumprido, ainda que falhas nos serviços fiscalizados ocorressem.

Nas palavras de Marina Copola: "[p]assou a ser comum [...] ouvir de participantes de mercado que, para cumprir com a regulamentação e as expectativas do regulador, o administrador fiduciário" seria "obrigado a replicar todos os controles que o gestor aplica, dobrando esforços".[196] Rafael Andrade, por sua vez, em diversas passagens de sua obra, registra as críticas direcionadas à forma como o dever de fiscalização era regulamentado, conforme a seguir exemplificado:

> De outro lado, a segunda feição das críticas acerca do modelo vigente trata da ausência de concretude dos deveres de fiscalização imputados ao administrador, especialmente aquele de caráter mais genérico. De fato, apesar de um relativo avanço em termos jurisprudenciais, nunca houve uma delimitação precisa do que esse abstrato encargo de fiscalização implica para o administrador. E, se parece ser intuitivo que monitorar uma atividade exercida por terceiros é diferente de executar diretamente essa atividade, também é verdadeiro que a inexistência de orientações acerca do alcance desse monitoramento pode borrar, na prática, essa distinção.
> [...]
> Para além disso, um dever de monitoramento de natureza difusa pode, na prática, até mesmo se aproximar de um *standard* de responsabilidade objetiva, já que o risco do *gatekeeper* de responder por atos irregulares de seu alvo acaba por ofuscar os custos incorridos no desempenho da função de monitoramento. Em outras palavras, o guardião pode vir a ser penalizado mesmo se o ilícito ultrapassar a esfera daquilo que ele realmente tem como detectar.
> [...]
> De fato, não é descartável que, em decorrência dos riscos ocasionados por interpretações muito amplas sobre o que significa o dever de fiscalização cominado pela regulamentação, os administradores de fundos de investimento acabem por cobrar o equivalente ao carregamento desse risco – elevando o preço dos serviços que, no final, são pagos pelos próprios investidores –, ou mesmo deixem de prestar esse serviço, afastando do mercado de fundos justamente aquelas instituições cuja presença seria mais desejável. E isso sem falar no risco de diluição de responsabilidades, isto é, que cada prestador de serviço deixe (intencionalmente ou não) de atuar com a diligência esperada no exercício de suas atividades diante da expectativa de que há outro ator, no caso o administrador do fundo, que atuará como uma rede de segurança, reprocessando cada um de seus passos. A toda evidência, não são os efeitos a serem

[196] COPOLA, Marina. Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 364.

perseguidos.[197]

Outro ponto que corroborava essas críticas foi a constatação de que, apesar de a regulamentação tratar a contratação de serviços como uma faculdade do administrador, em certos casos, tal decisão poderia partir dos próprios cotistas, que, reunidos em assembleia geral, tinham a prerrogativa de determinar ao administrador que contratasse determinados prestadores e, até mesmo, de escolher quem eles queriam que exercesse tal ou qual função.[198]

Essa realidade era relativamente comum em fundos estruturados – e, mais ainda, quando tais fundos eram exclusivos e/ou restritos. Não havia, por outro lado, qualquer dispositivo regulamentar que atenuasse ou eliminasse as responsabilidades do administrador pelos terceiros contratados quando a ordem de contratação partisse dos cotistas.

Em resumo, pairava uma indesejada névoa interpretativa sobre a obrigação de fiscalização, colocada de forma ampla e genérica, o que representava uma grave ineficiência nesse mercado.

Não se nega que, ao longo dos anos, o Colegiado da CVM fixou importantes diretrizes e balizas acerca do dever de fiscalização dos administradores em relação aos terceiros contratados, ao julgar processos administrativos sancionadores sobre o tema.

Nesse sentido, corroborando as críticas acima mencionadas, Gustavo Gonzalez manifestou, em julgamento de processo administrativo sancionador, que o dever de fiscalização não poderia ser lido "de modo excessivamente abrangente, sob pena de se criarem expectativas irreais de comportamento e parâmetro despropositadamente rigorosos de revisão que, ao final, na indústria de fundos, tendem a criar redundâncias descabidas e custos desnecessários".[199]

Para Luciana Dias, caberia ao administrador agir diante de sinais de alerta (*red flags*), procedendo a análises mais detalhadas sobre o cumprimento, ou não, da regulamentação pelo prestador de serviço. Além disso, a ex-Diretora da CVM destacou inexistir obrigatoriedade de que o administrador promova análises prévias de decisões de investimento dos gestores,

---

197 ANDRADE, op. cit. (2021), passim.

198 A Instrução CVM nº 555/2014 dispunha da seguinte forma: "Art. 66. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: [...] II – a substituição do administrador, gestor ou custodiante do fundo; [...]". O referido dispositivo evidencia que a questão da contratação de prestadores de serviço pelo fundo de investimento, embora inicialmente atribuída ao administrador, pode ser avocada pela assembleia geral de cotistas. Vale dizer, ainda, que o rol do art. 66 da Instrução CVM nº 555/2014 contemplava relação mínima de matérias às quais caberia ao cotistas decidir, sendo possível que o regulamento ampliasse esse rol e, ainda, que os cotistas deliberassem qualquer matéria que fosse de seu interesse, ainda que não constasse expressamente do rol da Instrução ou do regulamento.

199 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 05/2012. Relator: Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 3 dez. 2019.

devendo determinadas operações serem analisadas *a posteriori*.[200]

Henrique Machado, por seu turno, registrou que o dever de fiscalizar não significaria "dever de refazer ou verificar cada operação realizada por terceiro contratado", implicando, na realidade, a adoção de políticas e procedimentos internos pelo administrador (i.e., mecanismos de *compliance*), de forma a "assegurar que os serviços estejam sendo executados pelo terceiro contratado de forma diligente". Ressaltou, ainda, a necessidade de os administradores agirem "quando confrontados com sinais claros de má-execução".[201]

Já Carlos Alberto Rebello Sobrinho consignou que não bastaria a comprovação de falha no serviço prestado pelo gestor para que estivesse demonstrado o descumprimento do dever de fiscalização que cabe ao administrador. Seria necessário também demonstrar a inexistência ou a falha nos mecanismos de supervisão mantidos pelo administrador.[202]

Sem prejuízo do papel desempenhado pelos precedentes administrativos sobre o tema (que vão muito além dos exemplos acima citados), a construção jurisprudencial em questão,[203] além de pouco sistematizada, parecia ser insuficiente para gerar a segurança jurídica desejada.

Enfim, verifica-se que a relação entre administrador e gestor no que diz respeito à fiscalização do segundo pelo primeiro não era bem resolvida na regulação, o que gerava incertezas, insegurança e um descasamento entre as normas e as práticas de mercado.

1.9.1.4 Manutenção do protagonismo do administrador: reconhecida distorção das práticas de mercado

Como, em um primeiro momento, havia apenas a figura do administrador do fundo de

---

[200] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/12201. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 4 ago. 2015.

[201] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/12081. Relator: Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 18 jun. 2019.

[202] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2010. Relator: Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 15 out. 2019.

[203] Em mais uma referência ao elogiável trabalho de Rafael Andrade sobre o tema, vale mencionar a tentativa de sistematização do dever de fiscalização extraída dos precedentes do Colegiado pelo autor: "[...] pode-se dizer que os contornos do dever de fiscalização do administrador de fundos de investimento, tal como ora entendido pela CVM, são os seguintes: (i) a ação fiscalizatória do administrador ocorre através de rotinas e controles de supervisão *ex post*, que devem ser efetivas e proporcionais à atividade objeto da fiscalização; (ii) não se exige que o administrador atue previamente para impedir a realização de um negócio para a carteira do fundo por parte do gestor; (iii) não cabe ao administrador analisar o mérito das operações feitas pelo gestor em nome do fundo, mas sim verificar objetivamente a sua conformidade às regras aplicáveis, especialmente as relativas a enquadramento contidas no regulamento e na regulação; (iv) o administrador deve investigar sinais de alerta (*red flags*) que indiquem desconformidades, cotejando eventuais dúvidas a partir de fontes diversas e informações públicas, não podendo se fiar, em tais casos, exclusivamente na palavra do gestor; (v) o administrador tem um dever de reporte à CVM não apenas quando constatar desenquadramentos, mas também nos casos em que se deparar com indícios de irregularidades" (ANDRADE, op. cit., p. 291-292).

investimento, foi natural que a regulamentação se desenvolvesse no sentido de atribuir a tal agente as principais responsabilidades relacionadas à constituição, desempenho e encerramento das atividades dos fundos de investimento. Desde as primeiras normas sobre o tema,[204] coube ao administrador o protagonismo nos fundos de investimento.

Ocorre que, com a dissociação dos agentes que exerciam a gestão de recursos em relação ao administrador do fundo de investimento, o enfoque regulatório quase que exclusivo na figura do administrador – mantendo o tratamento do gestor como de um mero prestador de serviço eventual – perdeu, em grande parte, seu sentido.

Afinal, a regulamentação estava considerando, como personagem mais importante da estrutura dos fundos de investimento, uma figura que, na maioria dos casos, não exercia mais a atividade-fim para a qual os fundos são constituídos, consistente na gestão da carteira de recursos e ativos financeiros. Tal aspecto era considerado, por grande parte daqueles que se ocupavam do estudo desse tema, uma distorção das práticas do mercado, que passaram a ser diferentes do que pressupunha a regulamentação.

Antonio Tiburcio, Lucas Hermeto e Luiza Latini observaram que a realidade mais usual passou a ser a dos gestores capitanearem "o projeto de criação e desenvolvimento de um fundo de investimento, para, em seguida, promoverem a contratação de um administrador e a captação de investimentos juntos a poupadores – que, por sua vez, investem naquele veículo específico, em geral, por confiar as capacidades do gestor".[205] A mesma constatação foi feita por Milena Donato e Pablo Renteria, para quem o gestor ocuparia a posição proeminente no fundo de investimento. Segundo os referidos professores "mais comumente, os investidores são atraídos pela expertise financeira e a reputação profissional do gestor, que procura então instituição financeira disposta a prestar-lhe os serviços necessários à constituição e administração do fundo de investimento".[206-207]

---

[204] A Resolução CMN nº 145/1970 (que regulamentava os fundos mútuos de investimento) já previa, em seu art. 1º, que a instituição financeira administradora deveria ser uma das "fundadoras" do fundo, bem como enumerava uma série de obrigações e atribuições da administradora (por exemplo, em seu art. 8º).

[205] TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; LATINI, Luíza. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento em participações (FIPs): alguns parâmetros. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. v. IV. p. 66.

[206] OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 19.

[207] "Na realidade da indústria, não é comum que o administrador fiduciário seja o *player* encarregado da idealização de um fundo de investimento ou da captação de recursos junto aos investidores. O administrador fiduciário – apesar de suas relevantes atividades – tampouco desempenha papel central na atividade, nem coordena decisivamente a contratação dos prestadores de serviços do fundo. Na grande maioria dos casos, o

O próprio Colegiado da CVM, ainda em 2013 (ou seja, antes da edição da Instrução CVM nº 555/2014), reconheceu existirem casos em que "é a gestora quem de fato procura uma instituição financeira para servir como administradora do fundo e seus clientes" e que, nesses casos, seria a gestora "quem lida com o cotista do fundo no dia a dia".[208]

Tais afirmativas decorrem do fato de que a gestão da carteira é, sem dúvida, o serviço de maior valor agregado dentre aqueles prestados no âmbito de um fundo de investimento. É, nas palavras de Otávio Yazbek, "aquilo que verdadeiramente diferencia um fundo de outros e atrai investidores".[209] Conforme descreveu, com precisão, Eduardo Pavia, o gestor é o "coração" do fundo de investimento.[210]

A par desse cenário, ficou evidente o descasamento entre a regulamentação e as práticas de mercado. Alexandre Rangel, e Marcelo Vieira resumiram da seguinte forma a questão dos papéis exercidos pelo administrador e pelo gestor, as práticas de mercado e a distorção decorrente de seu descasamento com a regulamentação então em vigor:

> Há, ainda, uma premissa normativa de que cabe a ele, administrador, captar recursos dos investidores e contratar a gestão dos investimentos da carteira. [...]
> Ocorre que a realidade de mercado evoluiu e se distanciou da lógica regulatória. A relação jurídica e comercial estabelecida entre administradores e gestores de fundos não ocorre da maneira sistematizada nas normas que regulam a indústria dos fundos de investimento. E este descasamento cria diversos desafios. Para os administradores, por exemplo, cria deveres incompatíveis com a função que verdadeiramente exercem, acarretando o desequilíbrio na alocação dos núcleos de responsabilidade dos agentes envolvidos nesse mercado. [...]
> Diferentemente do que parece pressupor a regulação, na prática, os investidores aplicam os seus recursos em determinado fundo de investimento em razão do agente que realizará a gestão da carteira de ativos. A realidade comercial demonstra que são os gestores que tomam a iniciativa de criar um fundo de investimento, contratam o administrador e iniciam a captação de recursos dos poupadores.[211]

---

gestor de recursos (justamente um dos participantes que o administrador tem a responsabilidade de fiscalizar) convida o administrador a enviar uma proposta comercial para a atuação em um fundo de investimento" (RANGEL; Alexandre; VIEIRA, Marcelo Soares Lima. Reflexões sobre o regime jurídico de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores de recursos no âmbito dos fundos de investimento. In: MARTINELLI, João Paulo; COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O empresário no banco dos réus:* responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021. p. 306).

208 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/6987. Relatora: Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 13 ago. 2013.

209 YAZBEK, Otavio. A lei n.º 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luis F.; CUEVA, Ricardo V. B.; FRAZÃO, Ana (Orgs.). *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 559.

210 "[...] pode-se concluir que o gestor é o verdadeiro coração do fundo de investimento, especialmente nos casos dos chamados gestores independentes, que seriam aqueles não diretamente vinculados a grandes instituições financeiras" (PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento:* estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016).

211 RANGEL; VIEIRA, op. cit., p. 312-313.

Em uma palavra, a partir da adoção da prática de separação da gestão da carteira – que passou a ser exercida por agentes especializados – das demais atividades relacionadas à administração dos fundos de investimento, deixou de fazer sentido a estratégia regulatória de colocar o administrador como principal centro de imputação de responsabilidades. Da mesma forma, continuar tratando o gestor como um mero prestador de serviços eventual parecia incompatível com a relevância do seu papel e a essencialidade das atividades por ele desempenhadas.

Não era mais desejável que o administrador fosse o único responsável por constituir formalmente o fundo, muitas vezes atendendo a pedido de gestor ao cumprir essa formalidade. Nem que, por mera ficção, o administrador tivesse que contratar o gestor (ainda que em nome do fundo), quando na prática, na maioria dos casos, era o gestor quem escolhia o administrador. Igualmente, se avolumaram questionamentos sobre a obrigação de o administrador fiscalizar as atividades do gestor, exercidas de forma cada vez mais independente.

Essas questões passaram a ser objeto de frequentes considerações por parte da doutrina.[212] Da mesma maneira, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) – órgão revisor das decisões proferidas pelo Colegiado da CVM em sua atuação sancionadora – afirmou, em precedente, ser o gestor, na prática, a figura central dos fundos de investimento, nos seguintes termos:

> 46. Considerando-se a natureza jurídica de condomínio adotada pelos fundos brasileiros, em teoria, a figura do administrador de propriedade condominial presente no direito civil brasileiro deveria ser ocupada unicamente pela figura do gestor dos fundos de investimento. O gestor deveria ser a figura central na governança corporativa dos fundos de investimento, pois, do ponto de vista prático, conforme identificamos um maior amadurecimento do mercado de fundos, fica evidente que o gestor é efetivamente a figura central. Por isso, cada vez mais, o mercado busca identificar bons gestores, com um bom histórico de performance financeira e governança corporativa, ficando a figura do administrador fiduciário apenas como uma figura acessória, apesar de termos, juridicamente, o sentido contrário, na qual o administrador fiduciário é o agente principal que delega poderes ao gestor.[213]

---

[212] Para Eduardo Pavia, "[...] a regulação insistiu em definir o administrador como responsável legal do fundo, a quem incumbe contratar – inclusive – o gestor, idealizador do produto, o que muitas vezes causa distorções no dia a dia da atividade" (PAVIA, op. cit., p. 133). Nas palavras de Rafael Andrade: "Todos esses dados, portanto, revelam que a conformação estrutural da indústria de fundos é, hoje, bem distinta da premissa assumida pelas normas – de que o administrador é o responsável primário pela execução das atividades relativas ao funcionamento de um fundo. Se isso pode ser verdade para fins regulatórios, não é o que se observa na prática de mercado" (ANDRADE, op. cit. (2021), p. 203). Já nas palavras de Otávio Yazbek: "É importante destacar, porém, que como a gestão de carteiras muitas vezes é o produto de maior valor agregado, é aquilo que verdadeiramente diferencia um fundo de outros e atrai investidores, tal modelo envolve uma distorção" (YAZBEK, op. cit., p. 559). Finalmente, para Milena Donato e Pablo Renteria: "[...] a regulamentação vigente, por razões históricas, continua a tratar o gestor como prestador de serviço contratado pelo administrador em nome do fundo, muito embora, na prática, prevaleça a dinâmica comercial diversa" (OLIVA; RENTERIA, op. cit., p. 20).

[213] BRASIL. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Processo nº 10372.000415/2016-84. Relator: Conselheiro Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa. Brasília. Data de julgamento: 24 abr. 2018.

Faltava, contudo, que a regulamentação fosse ajustada para refletir os usos desse mercado, o que ocorreu em 2022.

1.9.1.5 Correção da distorção: a criação da figura dos "prestadores de serviços essenciais"

Após a entrada em vigor das alterações promovidas no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica, a CVM divulgou, no dia 1º de dezembro de 2020, o Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020, propondo a modificação de diversos aspectos da regulamentação pertinentes aos fundos de investimento.[214]

Totalmente a par das discussões acima apontadas, a minuta apresentada pela CVM ao mercado propunha a reformulação da relação entre administradores e gestores de fundos de investimento, dentre outros motivos, porque a Instrução CVM nº 555/2014 não refletiria a dinâmica que muitas vezes se observa na prática. Vale transcrever, nesse ponto em particular, o seguinte trecho do Edital:

> Atualmente, sob uma perspectiva formal, o administrador fiduciário é responsável por constituir o fundo, definir os termos de seu regulamento e contratar todos os demais prestadores de serviços, ficando encarregado de fiscalizar as atividades terceirizadas. Caso não estejam previstos no regulamento como encargos do fundo, os serviços são remunerados pelo administrador, que para tanto utiliza recursos oriundos da taxa de administração.
> Considerando que a norma vigente não reflete a dinâmica que muitas vezes se observa na prática e buscando dar maior efetividade às mudanças trazidas pela LLE, a Minuta propõe que o protagonismo do fundo passe a ser dividido entre o administrador fiduciário e o gestor da carteira de ativos, que passam a ser denominados, em conjunto, como prestadores de serviços essenciais (art. 2º, XXVIII).
> [...]
> Em decorrência da redistribuição de atribuições entre os prestadores de serviços essenciais, impõe-se a alteração do atual dever do administrador de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo [...][215]

A mudança sugerida foi aprimorada a partir das sugestões recebidas ao longo da Audiência Pública acima referida e refletida na versão final da norma, aprovada como a Resolução CVM nº 175/2022.

De acordo com o novo regime regulatório, o protagonismo nos fundos de investimento

---

[214] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 1º dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 31 jul. 2022.

[215] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 1º dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 31 jul. 2022.

passou a ser repartido entre o administrador e o gestor, referidos, conjuntamente, como prestadores de serviços essenciais. Conforme comentado anteriormente, foi expressamente estabelecido que o funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e, eventualmente, por terceiros por eles contratados em nome do fundo.

Sobre esse aspecto, como se sabe, até o fim da vigência do regime da Instrução CVM nº 555/2014, a atribuição de contratar prestadores de serviços cabia ao administrador, atuando como representante da coletividade de cotistas. Como reflexo das mudanças regulatórias, tanto administrador, quanto gestor, passam a ter a faculdade de contratar determinados prestadores cujos serviços se relacionem às suas respectivas atribuições (art. 83 e art. 85 da Resolução CVM nº 175/2022).

A Resolução CVM nº 175/2022 aprimorou, ainda, a repartição das responsabilidades de cada prestador de serviço essencial, estabelecendo expressamente obrigações e vedações específicas para cada um (vide as Seções II e V do Capítulo VIII da Resolução CVM nº 175/2022). Noutra pegada, foram eliminadas as obrigações de fiscalização, pelo administrador, das atividades ou de atos praticados pelo gestor.[216]

Como se vê, a CVM reformulou, por completo, a lógica regulatória que vigorou por décadas, de que o administrador seria o centro de imputação de responsabilidades, enquanto o gestor seria mero contratado eventual, por iniciativa do administrador e sob responsabilidade e abrangente fiscalização deste. Dessa maneira, o novo regime é marcado – no que diz respeito à relação entre administrador e gestor – pelo nivelamento da importância e essencialidade de ambos os agentes, bem como pela distinção de suas obrigações e atribuições individuais de responsabilidades.

Sob o ponto de vista dos cotistas, a adesão ao regulamento do fundo de investimento passa a consistir no estabelecimento de vínculos contratuais com o administrador e o gestor.

---

[216] De acordo com a minuta de Resolução divulgada pela CVM quando da abertura da Audiência Pública SDM nº 08/2020, a CVM pretendia manter a obrigação de fiscalização do administrador em relação a atos específicos praticados pelo gestor, nos seguintes casos: (a) observância dos limites de exposição e concentração; (b) identificação oportuna e precisa de ordens de compra e venda de ativos; (c) grupamento e rateio de ordens de compra e venda de ativos; (d) negociação de ativos a preço de mercado, no caso dos FIFs; e (e) observância da política de investimento, no caso dos FIDCs (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 1º dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 31 jul. 2022). Essa proposta já tinha o mérito de especificar quais situações demandariam a atuação fiscalizatória do administrador, evitando interpretações extensivas e a insegurança gerada pelo genérico e amplo dever de fiscalização antes vigente. De todo modo, como comentado, a CVM optou por adotar estratégia distinta, eliminando totalmente as hipóteses de fiscalização da atuação do gestor pelo administrador, ainda que nas pontuais situações inicialmente propostas.

Cada agente assume, perante a coletividade de cotistas, obrigações próprias, assumindo responsabilidade pelo seu cumprimento.

1.9.2 Deveres fiduciários do administrador e do gestor

O art. 106 da Resolução CVM nº 175/2022 prevê determinadas normas de conduta a serem observadas na atuação dos prestadores de serviços essenciais. A norma se utiliza de redação propositalmente aberta, abrangendo comandos como "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 do fundo e de suas classes" e "evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida".

Com nítida inspiração na Lei nº 6.404/1976,[217] as normas de conduta em questão consagram na regulamentação os deveres fiduciários do administrador e do gestor de fundos.

Sobre esse tema, ao tratar das modalidades de negócios fiduciários, Melhim Chalhub destacou aqueles que se destinam à administração de bens, possibilitando ao fiduciante melhor aproveitamento de um bem ou direito de sua propriedade a partir da atuação de um fiduciário. Registra o autor que este é "o caso típico dos fundos de investimento, em que o fiduciante entrega ao fiduciário certa soma de dinheiro para que faça inversões em negócios que deem rentabilidade e promova sua administração, com a obrigação do fiduciário de restituir o capital e seus rendimentos".[218]

Milena Donato Oliva, de sua parte, registrou que, em um negócio baseado na confiança, o fiduciário possui um poder-dever relativo ao direito que lhe foi transferido pelo fiduciante: "o poder decorre da transmissão do direito; o dever, do caráter fiduciário da alienação, funcionalizada para o alcance da finalidade pretendida". Ao final de termo ou implementada condição, deve o fiduciário retornar o direito ao fiduciante, acompanhado de seus eventuais acréscimos.[219]

Inexistindo dúvidas de que a vinculação entre cotistas, de um lado, e administrador e gestor do fundo de investimento, de outro lado, caracteriza-se como uma relação de confiança,

---

[217] Lei nº 6.404/1976: "Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. [....] Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios [...]".

[218] CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária:* negócio fiduciário. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 90, versão eletrônica.

[219] OLIVA, Milena Donato. *Do Negócio Fiduciário à Fidúcia*. São Paulo: Atlas, 2014. p. 143.

atraem-se naturalmente os deveres fiduciários que regem relações desse tipo existentes em diversos institutos jurídicos. A importância dos deveres fiduciários no caso dos fundos de investimento é bem pontuada por Daniel Schechtman e Caio Brandão, referindo-se à "relação de agência que existe entre administradores e gestores de fundos de investimento e cotistas", nos seguintes termos:

> O tipo de função que se espera desses agentes é tão complexo que é impraticável contratar um resultado específico mantendo um retorno desejável para o investimento ou elaborar um contrato completo. Sob essa ótica, não sendo possível explicitar todas as obrigações dos administradores e gestores, deveres fiduciários podem ser entendidos como uma regra para esclarecer quais são as obrigações implícitas nessa relação de agência. Deveres fiduciários somente fazem sentido dentro de um contexto em que os agentes/administradores tem espaço para discricionariedade, ou seja, em contextos de contratos incompletos.
> Assim, pode-se interpretar o dever de lealdade como sendo um substituto para regras contratuais complexas que seriam incluídas para evitar que o administrador do investimento utilize o investimento em benefício próprio (ou em benefício de terceiro; fora do escopo da divisão de lucro/prejuízo negociada inicialmente com o investidor).
> [...]
> O dever de diligência pode ser visto como um substituto para provisões contratuais complexas de como o administrador do investimento deve se comportar para selecionar o investimento.[220]

Com efeito, a temática dos deveres fiduciários é discutida no âmbito das sociedades anônimas há muito mais tempo do que nos fundos de investimento. Por essa razão, entende-se que o arcabouço doutrinário e jurisprudencial existente sobre a matéria nas companhias pode ser aproveitado, com as devidas adequações, aos fundos de investimento.[221]

Assim como ocorre para as companhias, os principais deveres fiduciários aplicáveis aos administradores e gestores de fundos de investimento consistem nos deveres de diligência e lealdade. Merece destaque, ainda, o dever de informar, como um corolário do dever de lealdade.

---

[220] SCHECHTMAN, Daniel Casz; BRANDÃO, Caio. Liberdade ou abuso contratual: limitação da responsabilidade por violação de deveres fiduciários de gestões e administradores de fundos de investimento e a experiência dos Estados Unidos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 315-316.

[221] "Na ausência de maior especificação normativa ou de precedentes aplicáveis, parece-me que o nível mínimo deveria ser o do homem ativo e probo, que é o *standard* previsto para o administrador de companhia aberta" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542. Rio de Janeiro. Relator: Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Data de julgamento: 29 ago. 2006). No mesmo sentido: "Tanto o administrador quanto o gestor deve exercer suas funções com a diligência que se espera de um administrador probo (leal) e ativo (diligente), sendo certo que os princípios do dever de diligência aplicáveis ao administrador e ao gestor do fundo, por suas características de fidúcia, são os mesmos inerentes aos administradores de companhias" (PARENTE, Norma Jonssen. Participantes do Mercado. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de Direito Empresarial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 256-257).

1.9.2.1 Dever de diligência

Não é tarefa fácil caracterizar o dever de diligência. Segundo a doutrina, a origem etimológica do termo diligência (do latim, *diligere*) relaciona-se com a ideia de zelo e cuidado. Logo, uma pessoa diligente é aquela que atua cuidadosamente no exercício de determinada atividade; que a exerce com zelo.[222]

Com efeito, o dever de diligência é usualmente descrito como um padrão de conduta (um *standard*) a ser observado e perseguido pelo agente a ele submetido, servindo como referência para avaliação de sua gestão.[223] Há, portanto, certos padrões de comportamento que devem ser observados para que se considere que determinada pessoa agiu com diligência.[224]

Assim como a Lei nº 6.404/1976 fez em relação aos administradores de companhias, a regulamentação da CVM elegeu, como *standard* do dever de diligência dos prestadores de serviços essenciais dos fundos de investimento, aquela que "todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios".

Trata-se, sem dúvidas, de conceito aberto[225] que dá ensejo a inúmeros debates. Afinal, quem seria o "homem ativo e probo"? Como ele costuma administrar seus próprios negócios? A tentativa de chegar a uma resposta conclusiva fugiria ao escopo deste trabalho, correndo-se o risco de não se alcançar tal conclusão. Não obstante, cabe trazer algumas balizas bem aceitas acerca da matéria.

Em primeiro lugar, no caso dos fundos de investimento, o padrão de diligência a ser observado deve ser o de um profissional.[226] Não pode o "homem probo" a que se refere a norma ser alguém despreparado ou amador.

Isso porque a atividade de administração de carteira de valores mobiliários, nos termos da própria regulamentação da CVM, é profissional. Seu exercício depende de credenciamento perante a autarquia, o qual requer o atendimento a requisitos de qualificação. Logo, a diligência esperada do administrador e do gestor dos fundos de investimento deve ter como parâmetro a

---

[222] EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. v. 3. p. 126.

[223] CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Parametrização do Dever de Diligência. In: COELHO, Fabio Ulhôa (Coord.). *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 874.

[224] LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 2. p. 449.

[225] EIZIRIK, op. cit., p. 129.

[226] "Originalmente, entendia-se que o administrador desempenhava as funções de forma diligente ao atuar em consonância com o paradigma de comportamento do 'homem médio', desprovido de conhecimentos técnicos, que executasse suas atribuições de forma responsável. No entanto, em decorrência do incremento e do ganho de complexidade das relações societárias, especialmente nas companhias abertas com ações negociadas no mercado de bolsa, o padrão de conduta exigido do administrador diligente passa a ser compreendido de acordo com uma atuação profissional e competente" (WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária.* Danos Causados Pelos Administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 64).

atuação de um profissional capacitado.[227]

Adicionalmente, não se pode tratar do dever de diligência ignorando a muito estudada *business judgment rule* (ou teoria da decisão negocial),[228-229] segundo a qual, ao se avaliar determinada decisão negocial do administrador ou do gestor, não se deve considerar apenas seus resultados (i.e., eventuais benefícios ou prejuízos incorridos pelo fundo); mas sim se tal decisão decorreu de análise refletida, informada e desinteressada.[230] A CVM já salientou que a teoria da decisão negocial deve ser aplicada, por analogia, aos gestores de carteira de fundos de investimento.[231]

Os fundos de investimento são veículos destinados à realização de investimentos e desinvestimentos em ativos financeiros. Para tanto, decisões negociais são tomadas, especialmente pelo gestor, em observância à legislação e às normas da CVM. Logo, nada mais natural do que tais decisões negociais serem avaliadas, se for o caso, à luz da *business judgment rule*.

Além da vertente negocial balizada pela teoria da decisão negocial, no âmbito dos fundos de investimento, os deveres de diligência se relacionam com o monitoramento de atividades no objetivo de prevenir e evitar fraudes, má-fé e condutas contrárias à legislação e ao regulamento do fundo.[232]

Nesses casos, não se está diante de uma questão que pode ser solucionada por meio da aplicação da *business judgment rule*.[233] Não se trata de avaliação de decisão negocial; mas sim

---

[227] TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; LATINI, Luíza. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento em participações (FIPs): alguns parâmetros. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. v. IV, p. 70.

[228] Dentre todos os trabalhos sobre a *business judgment rule*, destaca-se o de Pedro Brigagão: BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a business judgment rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

[229] "[...] a chamada *business judgment rule*, que constitui um *standard* para o controle dos atos praticados pelos administradores, cujos objetivos principais são: (i) evitar que os tribunais substituam os administradores, que devem ter a liberdade de decidir sobre a oportunidade e conveniência de seus atos; e (ii) oferecer aos administradores uma proteção às decisões que tomarem, quando devidamente informados, encorajando-os a assumirem cargos de gestão e a correrem os riscos inerentes à atividade empresarial" (EIZIRIK, op. cit., p. 135).

[230] TIBURCIO; HERMETO; LATINI, op. cit., p. 71.

[231] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012. Relator: Dir. Gustavo Tavares Borba. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 6 mar. 2018.

[232] Segundo Marina Copola, no caso de monitoramento, a aplicação da *business judgment rule* não deve ser considerada suficiente (COPOLA, Marina. Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 345-375. p. 365).

[233] "Antes de tudo, porém, as decisões da CVM que buscaram sistematizar a aplicação da *business judgment rule* reiteram que tal padrão de revisão não é aplicável a decisões interessadas (i.e. aquelas em se decide em situação de conflito de interesses) nem a casos em que haja evidências de fraude ou de má-fé. E, de todo modo, a proteção conferida pela aplicação da regra da decisão negocial não alcança imputações de falta de

de eventuais condutas contrárias aos interesses do fundo. Para essas situações, está cada vez mais difundida a lógica de que, para que se considere cumprido o dever de diligência, o administrador e o gestor devem implementar e manter regras e procedimentos de controle e monitoramento efetivos (ou seja, políticas de *compliance*).[234-235] Nas palavras de Luciana Dias:

> 63. A melhor defesa para esses diretores é demonstrar que implementaram mecanismos adequados para assegurar o cumprimento do mandamento legal ou regulamentar, que supervisionaram com diligência, enfim, que promoveram esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e se o diretor em questão provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade desse diretor.[236]

Esse monitoramento de atividades pode ser (a) interno, casos em que o agente responsável monitora a conformidade de atividades por ele mesmo realizadas por meio de seus colaboradores, conforme o caso; ou (b) externo, situações nas quais há o monitoramento da conformidade de funções desempenhadas por terceiros contratados.

Seja na tomada de decisão negocial, seja na prevenção de condutas contrárias à legislação ou ao regulamento, fato é que a constatação de que houve violação expressa de norma regulatória, disposição do regulamento do fundo ou, ainda, dispositivos da autorregulação é elemento apto a evidenciar a violação do dever de diligência por parte do administrador ou do gestor.[237] A análise deverá se concentrar, portanto, na verificação da efetiva violação de norma legal, regulatória ou consensual, tarefa que pode não ser simples, especialmente quando se estiver diante de obrigações de meio assumidas pelos agentes fiduciários (tema a ser melhor abordado na Seção 3).

---

lealdade, mas apenas de diligência" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3161. Relatora: Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 10 nov. 2020).

234 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2019/1400. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 17 dez. 2019.

235 Sobre esse particular, confira-se o entendimento do Colegiado da CVM em caso envolvendo companhia, mas perfeitamente transponível para os fundos de investimento: "[...] o dever de diligência envolve mais do que o dever de simplesmente responder a eventuais 'sinais de alerta' ('*red flags*') – ele embute, também, um dever de assegurar que as informações necessárias para o monitoramento das atividades sociais sejam geradas e devidamente utilizadas [...] o dever de diligência não se resume ao dever de tomar decisões negociais diligentes, envolvendo, também, toda uma dimensão voltada à supervisão das atividades da companhia, à qual não se aplicam os mesmos parâmetros [...] Há que se avaliar se os procedimentos criam uma razoável segurança para as atividades da companhia e, para que isso aconteça, é necessário verificar se a 'procedimentalização' dos controles internos é razoável e adequada" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006. Relator: Dir. Otávio Yazbek. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 18 fev. 2013).

236 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/12201. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 4 ago. 2015.

237 TIBURCIO; HERMETO; LATINI, op. cit., p. 72.

Em qualquer caso, importante ter em mente que a diligência mais se relaciona com a adequação dos procedimentos decisórios e de monitoramento adotados pelos prestadores de serviços essenciais; do que propriamente com o mérito ou resultado da decisão negocial ou, ainda, com a efetiva identificação da conduta contrária à legislação ou ao regulamento, conforme o caso.

1.9.2.2 Dever de lealdade

Por seu turno, os principais estudos existentes sobre o *dever de lealdade* também decorrem da interpretação do art. 155 da Lei nº 6.404/1976, que atribui tal obrigação aos administradores de companhias.

Segundo a doutrina, a previsão legal do dever de lealdade tem inspiração na noção de *standard of loyalty* do Direito estadunidense.[238] O dever de lealdade exige que o agente, no exercício da função fiduciária a ele atribuída, priorize os interesses legítimos daqueles que lhe confiaram tal função (e, consequentemente, não pratique atos e omissões que sejam contrários a tais interesses ou, ainda, que coloquem interesses particulares do fiduciário a frente dos interesses dos fiduciantes).[239]

Conforme ensina Modesto Carvalhosa, a lealdade se manifesta pelo zelo, pelo cuidado e pela atenção permanente do agente no exercício do dever fiduciário atribuído por lei.[240] Para Ruy Rosado de Aguiar, o dever de lealdade imposto aos agentes fiduciários decorre do princípio da boa-fé.[241]

Nos fundos de investimento, a previsão expressa do dever de lealdade a ser observado pelos prestadores de serviços essenciais também consta do art. 106, inciso I, da Resolução CVM nº 175/2022, ao exigir de tais agentes atuação "com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida".

Os principais aspectos do dever de lealdade no âmbito dos fundos de investimento são

---

238 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas.* 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3, p. 347.

239 "[...] o dever de lealdade, que proscreve, em termos amplos, toda conduta deliberada do administrador ou gestor em prejuízo dos legítimos interesses dos cotistas" (OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 23).

240 CARVALHOSA, op. cit., p. 349.

241 AGUIAR, Ruy Rosado de. Aspectos dos Fundos de Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luís Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Orgs.). *Estudos Jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012. v. III, p. 294.

semelhantes àqueles identificados para as companhias. Como fundos são veículos por meio dos quais o patrimônio da coletividade de cotistas é gerido no objetivo de gerar a eles rentabilidade satisfatória, dentro dos limites regulatórios e da política de investimento; a lealdade exigida dos prestadores de serviços essenciais pressupõe, em primeiro lugar, que o fundo não será utilizado para outra finalidade que não aquela.[242]

A diferença entre o dever de diligência e o de lealdade do administrador e do gestor dos fundos de investimento é comentada em precedentes administrativos do Colegiado da CVM. Para o Colegiado, em linha com o acima exposto, a apuração do cumprimento do dever de diligência envolve análise procedimental, sendo necessário avaliar a existência e efetividade de controles internos adequados. Por outro lado, a verificação da observância do dever de lealdade exige uma análise dos próprios atos ou omissões[243] praticados pelos agentes, de forma a se verificar se houve atuação deliberadamente contrária aos interesses daqueles com os quais os prestadores essenciais mantêm relação fiduciária.[244-245]

Adicionalmente, já se manifestou o Colegiado da CVM no sentido de que, para fins de apuração de responsabilidade administrativa, a violação do dever de diligência se associa à presença de culpa em sentido estrito; ao passo que, no caso do dever de lealdade, deve necessariamente estar presente o dolo do agente.[246]

---

242 "Nesse contexto, os administradores e gestores devem servir de forma honesta o fundo de investimento e não utilizá-lo para outros fins que não o de maximização dos recursos dos cotistas" (SCHECHTMAN; BRANDÃO, op. cit., p. 309).

243 Tanto o dever de diligência, quanto o de lealdade, podem ser infringidos por atos comissivos praticados pelos prestadores essenciais, bem como por omissões. Nesse sentido, Daniel Schechtman e Caio Brandão: "É importante ressaltar que a quebra desse dever não se limita apenas a comportamentos positivos, como, no caso do aproveitamento de oportunidades de negócio do fundo ou transações em conflito de interesse, mas também em relação a comportamentos negativos, como na omissão proposital do exercício e na proteção dos direitos do fundo" (Ibidem, p. 310)

244 "Isso porque o dever de diligência envolve uma análise eminentemente procedimental que, no caso dos fundos de investimento, traduz-se sobretudo na avaliação da adoção de controles internos adequados para o desempenho das atividades de seus prestadores de serviços. O descumprimento do dever de diligência pressupõe, portanto, a ausência do emprego de meios adequados para impedir a materialização de riscos imputáveis a esses agentes. O dever de lealdade, por sua vez, demanda uma análise dos próprios atos do agente além do aspecto procedimental, de forma que sua violação exige a comprovação de um ato tomado deliberadamente em detrimento daqueles com quem ele mantém uma relação fiduciária – no caso, os cotistas" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2019/1400. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 17 dez. 2019).

245 No mesmo sentido, José Edwaldo Tavares Borba e Gustavo Tavares Borba: "[...] pode-se dizer que, de forma geral, o dever de diligência possui um caráter mais procedimental, envolvendo, assim, os procedimentos adotados pelo agente regulado para desempenhar suas funções de modo adequado e eficiente. Já o dever de lealdade está ligado, principalmente, a um comportamento ético que observe, em primeiro plano, os interesses do cotistas, de modo a não se admitir que os agentes regulados prestigiem seus próprios interesses em detrimento dos do fundo de investimento" (TAVARES BORBA, José Edwaldo; TAVARES BORBA, Gustavo. Da responsabilidade civil contratual solidária entre administrador e gestor de fundo de investimento. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 28, p. 37-59, jan./jul. 2021. p. 44).

246 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12087. Relator: Dir. Pablo Renteria. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 24 jul. 2018.

1.9.2.3 Dever de informar

O dever de informar, a seu turno, decorre do de lealdade.[247] Nas palavras de Nelson Eizirik, "o postulado básico da regulação do mercado de capitais, assim, é o de que o investidor estará protegido na medida em que lhe sejam prestadas todas as informações relevantes a respeito das companhias com os títulos publicamente negociados".[248]

O dever de informar aplicável aos administradores de companhias abertas tem origem na doutrina norte-americana do *full and fair disclosure*, que tem por finalidade permitir que os investidores e o mercado em geral tenham conhecimento das informações e, a partir disso, possam tomar suas decisões de investimento relativas aos ativos de determinado emissor de forma refletida.[249]

As informações prestadas em razão do necessário cumprimento desse dever funcionam – além de meios para tomada de decisões de investimento – como eficiente forma de acompanhamento e fiscalização dos atos praticados pelos agentes a ele submetidos e, ainda, como um desestímulo à prática de atos ilícitos.[250]

Com efeito, ao dever de informar atribuído ao agente fiduciário corresponde um direito subjetivo daquele com quem foi firmada a relação de confiança, de ser devidamente informado.[251]

Nos fundos de investimento, o dever de informar assume importância ímpar. Tanto é assim que diversos dispositivos da Resolução CVM nº 175/2022 e seus Anexos Normativos têm por objeto detalhar quais documentos e informações devem ser transmitidos aos cotistas e

---

[247] FRAZÃO, Ana. Deveres de Transparência e de Informação. In: COELHO, Fabio Ulhôa (Coord.). *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 941.

[248] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais:* regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 623.

[249] "Quando os administradores informam sobre a situação negocial da companhia, dão a possibilidade aos investidores de avaliar todos os dados necessários a uma inteligente apreciação sobre a oportunidade ou não de negociarem os valores mobiliários por ela emitidos. O dever de informar (*full disclosure*), nesse particular, tem por finalidade permitir aos acionistas que permaneçam como tais ou não, e, consequentemente, da conveniência ou não de outros investidores ingressarem, por substituição ou subscrição, no quadro acionário da companhia ou como seus debenturistas" (CARVALHOSA, op. cit., p. 399)

[250] "E, como parece evidente, as informações, prestadas continuamente, erigem-se em eficiente meio de fiscalização de todos os atos sociais, operando mesmo como um desestímulo a que os administradores ajam em desacordo com as melhores práticas de governança corporativa, porquanto de seu agir terão que dar ciência aos acionistas e torná-los de conhecimento dos investidores e do mercado" (LUCENA, op. cit., p. 529).

[251] EIZIRIK, op. cit., p. 619. Waldecy Lucena, inclusive, entende que esse correspondente direito de ser informado deveria integrar o rol de direitos essenciais do acionista (LUCENA, op. cit., p. 528).

ao mercado em geral, conforme o caso; bem como a periodicidade, os padrões a serem observados e os meios pelos quais tais documentos e informações devem ser disponibilizadas.

A regulamentação da CVM, inclusive, se preocupa tanto com informações destinadas ao potencial investidor do fundo de investimento (i.e., aquele que ainda não é cotista); quanto com as informações que devem ser prestadas àqueles que já são cotistas.

No primeiro caso, exige-se que uma série de documentos seja disponibilizada na página do fundo no sistema da CVM, além dos sites do administrador, do gestor, do distribuidor (enquanto a distribuição estiver em curso) e, se for o caso, da entidade administradora do mercado em que as cotas são admitidas a negociação. Esses documentos cumprem a função primordial de permitir ao potencial investidor que conheça as características e o histórico do fundo de investimento, de forma a auxiliar na tomada de decisão refletida de investir, ou não, seus recursos financeiros no fundo em questão.

Dentre tais documentos, merece destaque a *lâmina de informações básicas* (denominada anteriormente de *lâmina de informações essenciais*), que contempla as principais informações sobre o fundo de investimento ou classe de cotas – seguindo formato obrigatoriamente padronizado pela CVM –, inclusive aquelas concernentes ao público-alvo, os objetivos do fundo, sua política de investimento, as condições de realização do investimento, a composição da carteira, os riscos envolvidos, o histórico de rentabilidade (com a obrigatória ressalva de que "rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros"), exemplos comparativos da rentabilidade do fundo com outros ativos financeiros e simulação de despesas.[252]

Adicionalmente, há outras informações cujos principais destinatários são aqueles que são cotistas, de forma que estes possam acompanhar a evolução de seus investimentos no fundo e a atuação dos prestadores de serviços. São informações e documentos como o informe diário, o balancete mensal, o demonstrativo da composição e diversificação de carteira, extratos de conta, demonstrações de desempenho e as demonstrações contábeis auditadas anualmente. Ainda nessa esteira, exige-se que os cotistas sejam devidamente informados sobre e recebam os documentos pertinentes às assembleias.

Finalmente, a regulamentação prevê a obrigatoriedade de divulgação de atos ou fatos relevantes ocorridos ou relacionados ao funcionamento do fundo ou aos ativos integrantes de sua carteira. De forma semelhante com o que se verifica para as companhias abertas, é considerado relevante qualquer ato ou fato que possa influir, de modo ponderável, no valor das cotas

---

[252] Suplementos B, E e F da Resolução CVM nº 175/2022.

ou na decisão dos investidores de adquirir, resgatar, alienar ou manter tais cotas.[253] Dada a relevância de tais atos ou fatos, entende-se que sua divulgação é pertinente não apenas aos cotistas do fundo, como ao mercado como um todo.

1.9.3 Atribuições e obrigações do administrador e do gestor

Para além dos deveres fiduciários acima analisados, as atribuições e obrigações do administrador e do gestor do fundo de investimento consistem naquelas previstas no regulamento de cada fundo administrado e, ainda, na regulamentação. Todo o arcabouço regulatório aplicável ao administrador e ao gestor dos fundos de investimento estabelece obrigações específicas que devem ser observadas por tais agentes no exercício de suas funções.

Tais obrigações se encontram previstas nas mais variadas normas, desde a Resolução CVM nº 21/2021 (que regula a própria atividade do administrador de carteira de valores mobiliários), passando pela Resolução CVM nº 175/2022 (pertinente aos fundos de investimento em geral) e pelas normas específicas de determinados tipos de fundos (como a Lei nº 8.668/1993 e os Anexos Normativos da Resolução CVM nº 175/2022), até chegar em disposições que devem ser observadas, de forma mais ampla, por diversos agentes do mercado de valores mobiliários (como aquelas relativas à prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo e da proliferação das armas de destruição em massa, previstas na Resolução CVM nº 50/2021; ou nos deveres de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, atualmente disciplinados pela Resolução CVM nº 30/2021).

Nesse cenário, a regulamentação prevê atribuições conjuntas do administrador e do gestor. Uma das mais importante é a de deliberar conjuntamente a constituição do fundo de investimento, bem como aprovar, no mesmo ato, o seu regulamento (art. 7º da Resolução CVM nº 175/2022). Outra obrigação relevante diz respeito ao controle da liquidez da carteira de ativos do fundo de investimento, cabendo ao administrador e ao gestor (cada qual em sua respectiva esfera de atuação) adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez seja compatível com os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate e o cumprimento das obrigações da classe de cotas (art. 92 da Resolução CVM nº

---

[253] Entende-se que as diversas discussões que circundam os atos ou fatos relevantes e sua caracterização, no caso dos fundos de investimento, são semelhantes àquelas há décadas discutidas no tocante às companhias abertas. O tema não será objeto de aprofundamento no presente trabalho. Para aprofundamento, recomenda-se, dentre todos: PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2015; e MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015.

175/2022).

Também consiste em atribuição conjunta do administrador e do gestor a opção por não divulgar, excepcionalmente, fatos relevantes cuja revelação os prestadores de serviços essenciais entendam que porá em risco interesse legítimo do fundo, da classe de cotas ou dos cotistas (art. 65 da Resolução CVM nº 175/2022).

Finalmente, a Resolução CVM nº 175/2022 ainda prevê a atuação conjunta do administrador e do gestor para (a) propor soluções para o patrimônio líquido negativo em fundos ou classes de responsabilidade limitada, inclusive elaborando plano para tanto (art. 122, incisos e parágrafos); e (b) requerer a dispensa de observância de requisitos regulatórios durante o estado de liquidação do fundo ou da classe (art. 128, parágrafo único).

Sem prejuízo dos exemplos acima, conforme exposto nas subseções anteriores, houve um esforço regulatório para especificar e segregar as obrigações e, por consequência, as responsabilidades do administrador, de um lado, e do gestor, de outro.[254]

1.9.3.1 Atribuições e obrigações do administrador

Especificamente tratando do administrador, o art. 104 da Resolução CVM nº 175/2022 contempla rol não exaustivo de suas incumbências, prevendo as seguintes: (a) diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: o registro de cotistas; o livro de atas das assembleias gerais; o livro ou lista de presença de cotistas; os pareceres do auditor independente; e os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; (b) solicitar, se for o caso, a admissão à negociação das cotas de classe fechada em mercado organizado; (c) pagar a multa cominatória às suas expensas, nos termos da legislação vigente, por cada dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos na regulamentação aplicável; (d) elaborar e divulgar as informações periódicas e eventuais do fundo de investimento ou da classe de cotas; (e) manter atualizada junto à CVM a lista de prestadores de serviços contratados pelo fundo, inclusive os prestadores de serviços essenciais, bem como as demais informações cadastrais do fundo e suas classes de cotas; (f) manter serviço de atendimento ao cotista, responsável

---

[254] Nos termos do Relatório de Análise da Audiência Pública que resultou na Resolução CVM nº 175/2022, "[...] no intuito de promover maior eficiência operacional aos fundos, redução de custos de observância regulatória e segurança jurídica aos agentes, foi evitada a atribuição de uma mesma responsabilidade a mais de um agente ou a agente(s) indeterminado(s). Ao contrário, foi adotada uma sistemática na qual as obrigações regulatórias são claramente atribuídas a um determinado agente regulado" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 8 jan. 2023).

pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações; (g) nas classes abertas, receber e processar os pedidos de resgate; (h) monitorar as hipóteses de liquidação antecipada, se houver; (j) observar as disposições constantes do regulamento; e (k) cumprir as deliberações da assembleia de cotistas.

O rol acima evidencia o que foi destacado anteriormente, no sentido de que os administradores possuem um papel relacionado ao exercício de atividades operacionais necessárias para assegurar o funcionamento do fundo de investimento, mas que não consistem no objetivo final do veículo. São obrigações como arquivar e manter documentos e registros, prestar informações, providenciar atendimento ao cotista, monitorar determinados indicadores e formalizar operações, dentre outras. No jargão de mercado, são atividades que se inserem nos chamados *middle* e *back offices*.[255]

Sem prejuízo dessa observação, as obrigações dos administradores não se esgotam no rol acima reproduzido. Como dito, diversas outras obrigações estão previstas na regulamentação.

O art. 64 da Resolução CVM nº 175/2022, por exemplo, trata da obrigação de divulgação de fatos relevantes, que consiste em atribuição do administrador. As regras pertinentes à assembleia geral de cotistas (arts. 70 e seguintes) também possuem uma série de comandos dirigidos ao administrador, que é o responsável por operacionalizar e formalizar a realização de tais assembleias.

Já o art. 122 da mesma Resolução prevê atos que devem ser adotados pelo administrador de fundo cuja classe de cota de responsabilidade limitada esteja com patrimônio líquido negativo (com a ressalva de que o plano de resolução do patrimônio líquido negativo, como mencionado acima, deve ser elaborado conjuntamente pelos prestadores de serviços essenciais). Os arts. 126, 127 e 129, por sua vez, estabelecem atos que devem ser praticados por tal agente para fins de liquidação e encerramento do fundo.

1.9.3.2 Atribuições e obrigações do gestor

As atividades do gestor, a seu turno, relacionam-se com a gestão profissional dos ativos integrantes da carteira do fundo de investimento ou classe de cotas, tomando as decisões de escolha e negociação dos ativos financeiros, sempre em conformidade com a política de

---

[255] "[...] o papel do administrador acaba por se resumir a atividades de natureza secundária, de *middle* ou *back office*, que dão suporte àquilo que é a verdadeira razão de ser de um fundo de investimento: a gestão de sua carteira por um profissional especializado no fornecimento desse serviço" (ANDRADE, op. cit., p. 201).

investimento.[256]

No exercício de sua função, poderá o gestor negociar e contratar, em nome do fundo, os ativos e os intermediários para realizar operações para carteira, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo para essa finalidade, para todos os fins de Direito.

Cabe ao gestor, ainda, exercer o direito de voto decorrente de ativos detidos pelo fundo, se for o caso, realizando as ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo ou da classe. Sobre as atividades desempenhadas pelo gestor, Eduardo Cherez Pavia ressalta que:

> [...] o gestor do fundo de investimento possui poderes para negociar, em nome do fundo, os ativos financeiros de sua carteira. Ao gestor cabem, portanto, as decisões de investimento e desinvestimento, sendo responsável pelas respectivas ordens de compra e venda de ativos financeiros e demais modalidades operacionais e pelo envio das informações relativas a negócios realizados pelo fundo ao administrador fiduciário ou ao prestador de serviço contratado para tal.
> Dessa forma, podemos dizer que a rentabilidade auferida pelos cotistas decorre, em grande parte, das decisões tomadas pelo gestor.[257]

Portanto, ao passo que ao administrador cabem as atividades de *middle* e *back office*, o gestor exerce aquelas que, também no jargão de mercado, são conhecidas como de *front office*.[258] O desempenho do fundo de investimento e, consequentemente, a rentabilidade percebida por seus cotistas dependerá preponderantemente, portanto, das atividades que são atribuição do gestor do fundo.

Da mesma forma que ocorre para o administrador, a Resolução CVM nº 175/2022 traz, em seu art. 105, rol não exaustivo das obrigações do gestor, contemplando as seguintes: (a) informar o administrador, de imediato, caso ocorra qualquer alteração em prestador de serviço por ele contratado; (b) providenciar a elaboração do material de divulgação da classe ou do fundo para utilização pelos distribuidores, às suas expensas; (c) diligenciar para manter atualizada e em perfeita ordem, às suas expensas, a documentação relativa às operações do fundo de investimento ou da classe de cotas; (d) manter a carteira de ativos enquadrada aos limites de composição e concentração e, se for o caso, de exposição ao risco de capital; (e) observar as disposições constantes do regulamento; e (f) cumprir as deliberações da assembleia de cotistas.

---

[256] CARVALHO, op. cit., p. 107.
[257] PAVIA, op. cit., p. 121-122.
[258] ANDRADE, op. cit. (2021), p. 200.

Há, no entanto, diversas outras atribuições e obrigações do gestor pulverizadas pela regulamentação. Por exemplo, o art. 87 da Resolução CVM nº 175/2022, atribui ao gestor obrigação de encaminhar ao administrador uma cópia de todo documento que firmar em nome da classe de cotas.

Sobre as obrigações do gestor, cabe registrar, desde já, que, tendo em vista a natureza das atividades desempenhadas por tal agente, entende-se ser nelas que residem as condutas (atos ou omissões) que podem causar os principais danos ao patrimônio do fundo de investimento. Ou seja, da mesma forma que foi dito que é das decisões e negociações implementadas pelo gestor que decorrerá o desempenho do fundo de investimento; são dessas mesmas decisões e negociações que se vislumbra que podem decorrer desvios aptos a causar os prejuízos financeiros mais relevantes à coletividade de cotistas de um fundo.

Não se quer afirmar que as obrigações do administrador, caso violadas, também não possam causar danos. O que se pretende ressaltar é o fato de que as atividades do gestor são muito mais propícias a causar prejuízos substanciais ao patrimônio dos investidores, o que poderá ensejar a responsabilidade de tal agente.

1.9.4 Vedações ao administrador e ao gestor

Por certo, a robusta regulamentação existente sobre as atividades desempenhada pelos administradores e pelos gestores de fundos de investimento implica a imposição de uma série de vedações a tais agentes. Tais vedações decorrem, naturalmente, da delimitação das atividades dos prestadores de serviços essenciais, que devem ser exercidas em consonância com a regulamentação e com o regulamento de cada fundo administrado ou gerido.

Sem prejuízo dessa constatação, a CVM entendeu pertinente fixar, em caráter exemplificativo, determinadas vedações direcionadas aos administradores e gestores, elencadas principalmente nos arts. 101 a 103 da Resolução CVM nº 175/2022. Tais vedações são complementadas por outro rol exemplificativo previsto no art. 20 da Resolução CVM nº 21/2021 (aplicável a todos os administradores de carteira, ainda que não atuando no âmbito de fundos de investimento) e incidem sem prejuízo de outras vedações dispersas na regulamentação aplicável aos prestadores de serviços essenciais e daquelas decorrentes dos deveres e obrigações a eles atribuídos.[259]

---

[259] É evidente o caráter exemplificativo das disposições previstas na seção da Resolução CVM nº 175/2022 que

Dentre as condutas vedadas, vale destacar aquelas relativas à garantia de rendimento predeterminado ou níveis de rentabilidade aos cotistas (inclusive com base em desempenho histórico da carteira), promessa de retornos futuros da carteira, atuação como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com os fundos de investimento e atuação negligente na defesa dos direitos e interesses dos investidores.

1.9.5 Remuneração dos prestadores de serviços essenciais

Até a entrada em vigor da Resolução CVM nº 175/2022 – tendo em vista a lógica de que o administrador seria o protagonista do fundo e os outros prestadores de serviço seriam eventuais e contratados, em nome do fundo, pelo administrador – a remuneração dos prestadores de serviço dos fundos de investimento se resumia, basicamente, à taxa de administração e à taxa de performance.

Tendo o gestor sido alçado à posição de prestador de serviço essencial, a taxa de administração foi desmembrada, de forma que, atualmente, tal remuneração se subdivide em taxas de administração, de gestão e de performance. Tal desmembramento ocorreu para conferir maior transparência à distribuição da remuneração, bem como para que cada prestador essencial possa englobar, na respetiva taxa a ele destinada, o pagamento de outros prestadores de serviços que eventualmente contratem em nome do fundo.[260]

As taxas de administração e de gestão têm por objetivo fazer frente aos diversos custos que o administrador e o gestor, respectivamente, incorrem com o fundo de investimento no exercício de suas funções – inclusive recursos humanos dedicados ao fundo –, bem como remunerar os serviços por cada um prestados.

Como é de praxe no mercado, as taxas de administração e de gestão costumam ser cobradas a partir de um percentual fixo sobre o valor do patrimônio líquido do fundo. Ainda que

---

trata das "vedações", tendo em vista (a) que a regulamentação aplicável ao administrador e ao gestor estabelece uma série de outras vedações a tais agentes (por exemplo, o art. 45 da Resolução CVM nº 175/2022 veda a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante negociação de cotas em mercados organizados; e o art. 129, parágrafo único, veda que o administrador cancele o registro de funcionamento caso o fundo figure como acusado em processo administrativo sancionador perante a CVM pendente de encerramento) e, ainda, (b) que vedações decorrem naturalmente ao cumprimento de deveres e obrigações dos prestadores de serviços essenciais e do respeito e atendimento aos direitos dos investidores.

[260] "Sugere-se, ainda, que a taxa de administração seja desmembrada (art. 2º, XXX e XXXII), de modo que cada prestador de serviço essencial possa pagar pelos serviços que contratar em nome do fundo (e não sejam encargos diretos); e que o pagamento de cada prestador de serviços seja evidenciado de modo individualizado, conferindo maior transparência à distribuição dos custos" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 1º dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 14 ago. 2022).

os regulamentos dos fundos façam referência a um percentual anual (por exemplo, 2% ao ano), as taxas de administração e de gestão são provisionadas diariamente, com base no valor líquido diário da cota.[261] Adicionalmente, as referidas taxas podem ser expressas em valor nominal em moeda corrente nacional, que pode variar em função de faixas de valores do patrimônio líquido do fundo ou classe.

Já a taxa de performance é quase sempre integralmente revertida ao gestor e tem relação direta com os resultados positivos do fundo de investimento. Caso a rentabilidade do fundo seja superior a determinada meta (*benchmark*), o gestor faz jus a essa remuneração adicional pelo resultado positivo obtido.

A regulamentação em vigor estabelece determinadas regras aplicáveis à remuneração dos prestadores de serviço dos fundos de investimento.

As taxas devem estar expressamente previstas no regulamento. Podem ser reduzidas unilateralmente pelo prestador de serviço essencial que dela se beneficia; mas, por outro lado, só podem ser aumentadas pelos cotistas reunidos em assembleia geral.

Além disso, deve estar inserida na taxa de administração ou de gestão, conforme o caso, o montante da remuneração devida aos terceiros eventualmente contratados por cada prestador essencial em nome do fundo. Exemplificativamente, em sendo contratados terceiros para prestar serviços de auditoria independente, tesouraria, controle e processamento de ativos, sua remuneração deve estar abarcada na taxa de administração. Caso seja contratada consultoria de investimentos ou serviço de distribuição de cotas, estes devem ser remunerados pela taxa de gestão.

Por essa razão, cabe a cada prestador de serviço essencial zelar para que as despesas com terceiros não excedam o montante total da taxa a que fazem jus. Quaisquer despesas dessa natureza que ultrapassem o valor das taxas cobradas deverão correr às expensas do prestador essencial que promoveu a contratação do terceiro em nome do fundo.

Tendo em vista que o pagamento das taxas de administração, gestão e performance constituem encargos do fundo de investimento, seu valor impacta nos rendimentos que serão auferidos pelos cotistas.[262]

---

[261] "O primeiro e mais comum instrumento remuneratório do administrador de um fundo de investimento é a taxa de administração, composta por um percentual usualmente entre 0,5% e 4,0% anualizados, incidente sobre o valor líquido diário da quota, paga ao administrador do fundo pelo fornecimento de seus serviços de administração e gestão da carteira" (RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do investidor-consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimentos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. p. 114).

[262] "As taxas de administração são usualmente relevantes, substancialmente elevadas em valores financeiros absolutos, e interferem diretamente nos ganhos líquidos das quotas dos aplicadores" (RUY, op. cit., p. 114).

Pense-se no hipotético exemplo de dois fundos de investimento que, por possuírem patrimônios líquidos e carteiras idênticas, tiveram exatamente a mesma rentabilidade em determinado exercício contábil. Contudo, um dos fundos prevê os seguintes percentuais de taxas: 0,2% de taxa de administração, 1,3% de taxa de gestão e 15% de performance; ao passo que o outro prevê 0,5% de taxa de administração, 1,5% de gestão e 20% de performance.[263] Nesse exemplo, a despeito de os resultados do fundo serem idênticos, os cotistas do primeiro fundo terão rendimentos superiores aos investidores do segundo fundo, uma vez estes terem que arcar com taxas mais elevadas.

Além disso, constata-se que a Resolução CVM nº 175/2022 ampliou a transparência dada aos cotistas sobre os valores pagos a cada prestador de serviço do fundo de investimento, não apenas a partir do desmembramento da antiga taxa de administração (que abarcava a remuneração paga aos demais prestadores de serviços do fundo) em taxa de administração e de gestão, como também pela exigência de transparência dos arranjos remuneratórios pactuados entre os prestadores de serviços.[264]

Finalmente, diz-se que o formato de cobrança de taxas atualmente adotado pela indústria de fundos de investimento pode representar um incentivo à tomada de riscos, uma vez que o sucesso na estratégia intentada premia, além do cotista, também o gestor (em razão do pagamento da taxa de performance); ao passo que o insucesso, ainda que possa reduzir a remuneração dos prestadores essenciais, gera suas consequências mais gravosas (perda parcial ou total do montante investido) sobre o cotista.[265]

---

[263] Para fins do exemplo, tome-se como verdade que as bases sobre as quais tais percentuais incidem também são idênticas.

[264] "Note-se que inexiste imposição de limites à liberdade de os agentes de mercado contratarem, mas tão somente uma ação para aumentar a transparência de informações úteis aos investidores. O impacto dessa transparência na formação de preços dos serviços prestados aos fundos parece uma decorrência esperada de um mercado em livre funcionamento. A informação sobre o custo total não transparece os incentivos que o produto origina para cada agente na cadeia de serviços e, por conta da forma como o mercado se organizou para atribuir a remuneração devida a cada agente, com base em uma estrutura de rebates comumente denominada 'acordo de remuneração', trata-se de informação relevante para se ter em conta na hora de investir. Em um exemplo no qual os encargos totalizam 1,5% do patrimônio líquido, mantida constante a taxa de administração de 0,5%, um fundo que gaste 0,8% com gestão e 0,2% com distribuição origina incentivos diferentes na cadeia de serviços do que um fundo que gaste 0,2% com gestão e 0,8% com distribuição. Isto posto, não foram acatadas as sugestões que resultariam em um reagrupamento das taxas e, portanto, em uma maior opacidade para o público investidor sobre a remuneração dos prestadores de serviços" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 8 jan. 2023).

[265] "Em segundo lugar, porque taxas de performance, calculadas como um percentual aplicado à superação de um benchmark pré-definido, premiam a tomada de riscos, havendo o receio de que elas levem à persecução de riscos excessivos pelo gestor para auferir parte dos retornos do fundo. Como taxas de performance geralmente são atreladas às taxas de administração, também pode se instalar um cenário de nós ganhamos, você

Por certo, valores de taxas podem variar por diversas razões. De todo modo, justamente por impactarem nos rendimentos percebidos, a questão da taxa deve ser levada em consideração pelo cotista no momento em que decide investir em fundo de investimento.

1.10 **Outros prestadores de serviços relacionados aos fundos de investimento**

Como acima analisado, os prestadores de serviços essenciais são necessários à própria constituição e manutenção do fundo de investimento. Contudo, eles poderão contratar, em nome do fundo, terceiros devidamente habilitados e autorizados a prestar determinados serviços.

Um dos principais prestadores de serviços que podem ser contratados em nome do fundo é o *distribuidor de títulos e valores mobiliários*. A atividade de distribuição de cotas de fundo de investimento consiste na "ponte" que faz a ligação entre o fundo (e, consequentemente, o administrador e o gestor) e seus potenciais investidores.

Nesse sentido, Eduardo Cherez Pavia ressalta que "a distribuição de cota de fundo é a atividade que promove a ligação entre os investidores e o fundo, ou seja, a colocação das cotas junto ao público, ainda que de forma privada".[266] Para Mario Tavernard Martins de Carvalho, a atividade de distribuição consiste na "colocação das cotas à disposição no mercado para subscrição pelos investidores interessados".[267] A ANBIMA, que possui um Código de Distribuição de Produtos de Investimento, conceitua a atividade exercida pelo distribuidor como (a) a oferta de produtos de investimento de forma individual ou coletiva, resultando ou não em aplicação de recursos, assim como a aceitação de todo pedido de aplicação; e (b) atividades assessórias prestadas aos investidores.[268]

Especificamente no que diz respeito aos fundos de investimento, a atividade de distribuição compreende a captação de investidores e, caso realizada por conta e ordem (como será a seguir melhor explicado), a subsequente interação com os cotistas captados. A instituição responsável pela distribuição do fundo (ou instituições, visto ser possível que um fundo tenha

---

perde ('*we win, you lose*'). Caso não sejam adotadas medidas para corrigir essa distorção, o gestor tem incentivos para perseguir mais riscos, porque partilhará dos eventuais benefícios. Isso, porém, pode acabar sendo feito sem cuidados porque ele não suporta plenamente os efeitos de eventuais prejuízos decorrentes desses riscos adicionais, o que recai somente sobre o patrimônio dos cotistas" (ANDRADE, Rafael. O *administrador como gatekeeper dos fundos de investimento:* origem, fundamentos e perspectivas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 37).

266 PAVIA, op. cit., p. 136.

267 CARVALHO, op. cit., p. 108.

268 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Distribuição de Produtos de Investimento*. São Paulo, 5 jan. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/distribuicao-de-produtos-de-investimento.htm. Acesso em: 21 ago. 2022.

mais de um distribuidor)[269] praticará atos com objetivo de levar o fundo (ou determinada classe de cotas) ao conhecimento de potenciais investidores, fornecendo-lhes os documentos exigidos ou permitidos pela regulamentação, com a pretensão de fazer com que os destinatários de sua atuação se tornem cotistas do fundo.[270] Caso bem sucedida essa captação, o potencial investidor destinará recursos ao fundo de investimento e passará a ser cotista.

Dentre as obrigações do distribuidor pertinentes aos fundos de investimento estão a de prestar aos potenciais investidores informações adequadas sobre o fundo, esclarecendo dúvidas e recebendo reclamações; fornecer aos potenciais investidores documentos e informações sobre o fundo; e verificar se o fundo de investimento cujas cotas estão sendo distribuídas se adequa ao perfil do investidor.[271]

A distribuição de cotas de fundo de investimento, em regra, deve ser realizada por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, as quais devem ser devidamente autorizadas pelo BACEN. Assim, podem atuar na distribuição de cotas de fundos de investimento as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; os bancos múltiplos; os bancos comerciais; os bancos de investimento; e os bancos de desenvolvimento.

Adicionalmente, desde a edição da Instrução CVM nº 558/2014 (atualmente substituída pela Resolução CVM nº 21/2021), admite-se que, observados determinados requisitos,[272] o administrador de carteira de valores mobiliários (tanto o administrador fiduciário, quanto o gestor de recursos) atuem na distribuição de cotas de fundos de investimento por ele administrado ou gerido, mesmo quando tal agente não integrar o sistema de distribuição de valores mobiliários.

Sem prejuízo dessa possibilidade, há que se registrar, mais uma vez, que as atividades de distribuição de cotas não se confundem com a de administração ou gestão de fundos de investimento, ainda que possam ser desempenhadas pelo mesmo agente. Pelo exercício de suas atividades, inclusive no tocante às interações com potenciais investidores, o distribuidor assumirá obrigações e responsabilidades próprias. O administrador ou gestor que também exercer a

---

[269] CARVALHO, op. cit., p. 108.

[270] Daí a importância, como destaca Mario Tavernard Martins de Carvalho, da "penetração e da capilaridade do distribuidor junto aos investidores" (CARVALHO, loc. cit.).

[271] PAVIA, op. cit., p. 138.

[272] Para tanto, o administrador de carteira deverá (art. 33 da Resolução CVM nº 21/2021): (a) observar as normas da CVM sobre cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários; o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (*suitability*); a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores; a troca de informações entre distribuidor e administrador de fundos de investimento; e (b) indicar um diretor responsável pela atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento.

distribuição assumirá, naturalmente, as obrigações e responsabilidades do distribuidor; que não são as mesmas que aquelas assumidas por cada prestador essencial no desempenho de sua atividade fim, de administração ou gestão de recursos de terceiros.

De todo modo, para fins do presente trabalho, cabe ter em mente que danos poderão ser causados aos cotistas tanto pela atuação do distribuidor (ou do administrador ou gestor exercendo atividade de distribuição), quanto pela atuação dos prestadores essenciais na efetiva administração ou gestão do fundo de investimento. Por delimitação de escopo, este trabalho não se ocupará da atuação do distribuidor de cotas de fundos e sua responsabilidade (e, por consequência, de eventual responsabilidade do administrador ou do gestor no desempenho de atividades de distribuição).

Enfim, quando os prestadores essenciais não exercerem a distribuição dos fundos que administram ou gerem, caberá a eles: (a) fornecer aos distribuidores contratados todo o material de divulgação da classe ou fundo exigido pela regulamentação em vigor, respondendo pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade das informações contidas no referido material; e (b) informar aos distribuidores qualquer alteração que ocorra na classe ou no fundo, especialmente se decorrente da mudança do regulamento, e substituir o material de divulgação em poder dos distribuidores contratados.

Há que se diferenciar, por fim, a distribuição "direta" da distribuição "por conta e ordem". A distribuição direta ocorre, nas palavras de Eduardo Cherez Pavia, quando o distribuidor "atua como mero agente de intermediação e o investidor subscreve as cotas junto ao administrador do fundo, mantendo-as em seu nome".[273] Já a distribuição por conta e ordem ocorre quando o gestor autoriza que o distribuidor realize a subscrição de cotas por conta e ordem de seus respectivos clientes, casos em que a subscrição ocorrerá em nome do distribuidor, que, por sua vez, deverá manter registro complementar interno dos cotistas em nome dos quais está atuando (específico para cada classe, se houver).[274]

A subscrição por conta e ordem implica a transferência, pelos prestadores essenciais aos distribuidores, de uma série de ônus e funções procedimentais relativas ao relacionamento com

---

[273] PAVIA, op. cit., p. 138.

[274] "Nessa modalidade de distribuição, a subscrição ocorre em nome do intermediário, que mantém registro complementar interno dos cotistas, de forma que a instituição intermediária inscreva no registro complementar de cotistas a titularidade das cotas em nome dos investidores, atribuindo a cada cotista um código de cliente e informando tal código ao administrador do fundo. O administrador fiduciário, ou instituição contratada, por sua vez, deve escriturar as cotas de forma especial no registro de cotistas do fundo, adotando, na identificação do titular, o nome da instituição intermediária, acrescido do código de cliente por esta fornecido, e que identifica o cotista em seu registro complementar" (Ibidem, p. 139).

os cotistas, inclusive quanto ao cadastramento e identificação destes.[275] Não obstante, o cotista cuja subscrição foi realizada por conta e ordem do distribuidor manterá integralmente seus direitos patrimoniais e políticos decorrentes das cotas do fundo de investimento que possuir.[276] No mais, os bens e direitos de clientes dos distribuidores não respondem direta ou indiretamente por qualquer obrigação contraída por tais distribuidores.

Importante registrar entendimento no sentido de que o fato de ter sido adotada distribuição direta ou por conta e ordem não altera o regime de responsabilidade do administrador e do gestor em relação aos cotistas, especialmente pelas seguintes razões: (a) a subscrição por conta e ordem apenas atribui ao distribuidor funções procedimentais relacionadas à interação com o cotista; mas não aquelas relativas à efetiva administração e gestão do fundo formado pelos recursos da coletividade de cotistas, que permanecerão com o administrador e com o gestor, respectivamente; (b) a opção por promover a subscrição por conta e ordem decorre da relação entre o gestor e o distribuidor contratado (ou seja, não se trata de uma alternativa dada ao cotista); e (c) mesmo na subscrição por conta e ordem, os cotistas assinam o termo de adesão ao regulamento, estabelecendo-se as relações contratuais diretas com o administrador e com o gestor.

Ainda sobre os prestadores de serviços contratados em nome do fundo pelo administrador ou pelo gestor, cabe referência ao *custodiante*. A atividade de custódia de valores mobiliários possui previsão legal no art. 24 da Lei nº 6.385/1976,[277] que a conceitua, em seu parágrafo único, como "o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reaplicar as importâncias recebidas".

Os serviços de custódia de valores mobiliários são regulamentados pela Resolução CVM nº 32/2021. Nos termos dessa norma, tais serviços podem ser prestados (a) para

---

[275] Dentre todas, vale destacar as seguintes: (a) fornecimento aos clientes de regulamentos, termos de adesão e ciência de riscos, notas de investimento e extratos; (b) dar ciência ao cotista de que a distribuição é feita por conta e ordem; (c) comunicação aos cotistas sobre a convocação de assembleias de cotistas e sobre suas deliberações; (d) manutenção de serviço de atendimento aos cotistas, para esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações; (e) zelo para que o cotista efetivo tenha pleno acesso a todos os documentos e informações previstos na regulamentação, em igualdade de condições com os demais cotistas do fundo de investimento ou classe de cotas objeto da aplicação; (f) manutenção de informações atualizadas que permitam identificar os cotistas finais, a qualquer tempo, bem como do registro atualizado de todas as aplicações e resgates realizados em nome de cada um dos investidores finais; e (g) efetuar a retenção e o recolhimento dos tributos incidentes nas aplicações ou resgates em fundos de investimento, conforme determinar a legislação tributária (Art. 36 da Resolução CVM nº 175/2022).

[276] CARVALHO, op. cit., p. 109.

[277] Art. 24 da Lei nº 6.385/1976: "A prestação de serviços de custódia de valores mobiliários está sujeita à autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários".

investidores, quando o custodiante for contratado para a guarda dos valores mobiliários de titularidade destes; ou (b) para emissores de valores mobiliários não escriturais. A função do custodiante é resumida por Eli Loria e Daniel Kalansky da seguinte forma:

> A própria denominação evidencia a principal atribuição do custodiante: sua função tradicional é a guarda e verificação de ativos. Trata-se de um contrato de depósito, nos termos do artigo 627 do Código Civil, configurando um contrato real. O custodiante figura como depositário, sendo ele quem recebe um bem móvel, para guardar, até que o depositante o reclame.
> Nos termos da regulação, a atividade de custódia exige credenciamento específico na CVM, e o custodiante deve ser pessoa jurídica que comprove possuir capacidade organizacional, técnica, operacional e financeira adequadas, demonstrando seus processos, rotinas e sistemas, bem como seus controles internos, normas de segurança sobre instalações, equipamentos e dados, recursos humanos e plano de contingência, dentre outras exigências.[278]

Nos fundos de investimento em geral, as atividades desempenhadas pelos custodiantes foram perdendo importância.[279] As referências ao custodiante na nova regulamentação sobre fundos de investimento são poucas e pontuais, a ponto de, durante a Audiência Pública que resultou na edição da Resolução CVM nº 175/2022, a autarquia ter ponderado que, "no rearranjo das atribuições dos prestadores de serviços, as tarefas a serem executadas pelo custodiante teriam sido reduzidas sensivelmente".[280]

Não obstante, a figura do custodiante segue sendo relevante especialmente no caso dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC),[281] no âmbito dos quais ganham atribuições próprias relacionadas à verificação da existência, integridade e titularidade do lastro dos direitos creditórios que ingressaram nas carteiras dessa categoria de fundos (art. 38 do Anexo Normativo II à Resolução CVM nº 175/2022).

---

[278] LORIA, Eli; KALANSLY, Daniel. Responsabilidades e deveres do custodiante de FIDCs. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 471-472. Já segundo Carlos Martins Neto: "O custodiante é o responsável pela guarda dos ativos do fundo e responde pelos danos e envio de informações dos fundos para os gestores e administrações, bem como executa as ordens do administrador e/ou gestor e liquida as operações financeiras. A custódia consiste, portanto, na guarda de títulos e valores mobiliários, de forma que o investidor não precisa ter a posse direta dos ativos porquanto o custodiante garante que tais ativos existem e estão registrados no nome de seu titular" (MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. Rio de Janeiro: Almedina, 2017. p. 56).

[279] Em obra publicada em 2006, Ricardo de Santos Freitas mencionou que a doutrina estrangeira costuma fazer referência ao fundo de investimento como uma estrutura tripartite, da qual fazem parte o cotista, o administrador e, ainda, o custodiante (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 99). Esta, contudo, não é a realidade dos fundos de investimento no Brasil (PAVIA, op. cit., p. 136).

[280] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 21 ago. 2022.

[281] Para maiores informações sobre as atividades desempenhadas pelo custodiante nos FIDCs, cf. LORIA; KALANSKY, op. cit.

Finalmente, há outros serviços de terceiros que podem ou devem, conforme o caso, ser contratados em nome do fundo de investimento a seguir resumidamente elencados:[282]

a) *tesouraria*: consistem em serviços prestados por instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo BACEN com objetivo de manter contas bancárias para o fundo, por meio das quais são realizadas operações financeiras como aplicação e resgate de cotas, liquidação de investimentos e pagamento de tributos.[283] São de contratação obrigatória pelo fundo de investimento, caso o administrador não esteja habilitado a prestá-los;

b) *controle e processamento dos ativos*: são serviços de controladoria contábil prestados de forma profissional e habitual. A ANBIMA mantém Código de Serviços Qualificados, que inclui os de controladoria.[284] Tais serviços também são de contratação obrigatória se não exercidos pelo administrador do fundo;

c) *escrituração de cotas*: serviços previstos no art. 34, §2º, da Lei nº 6.404/1976 e regulamentados pela Resolução CVM nº 33/2021, que abarca as seguintes atividades: abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de livros de registro; registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários; tratamento das instruções de movimentação recebidas do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; e o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários. Também deve ser necessariamente contratado pelo administrador, em nome do fundo;

d) *classificação de risco por agência de crédito*: consiste na atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários, exercida por agência registrada ou reconhecida pela CVM na forma da Resolução CVM nº 9/2020;

---

[282] A listagem apresentada contempla apenas os prestadores de serviços que podem ser contratados por fundos de investimento em geral. A depender da categoria de fundo de investimento, a regulamentação permite ou exige a contratação de outros prestadores.

[283] PAVIA, op. cit., p. 148.

[284] ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Serviços Qualificados*. São Paulo, 1 jul. 2021. Disponível https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/servicos-qualificados.htm. Acesso em: 21 ago. 2022.

e) *auditoria independente*: serviço mencionado no art. 26 da Lei nº 6.385/1976 e regulamentado pela Resolução CVM nº 23/2021, prestado pelos auditores independentes. Como as demonstrações contábeis anuais dos fundos e classes devem ser necessariamente auditadas, a contratação do auditor independente é obrigatória;

f) *consultoria de investimentos*: consiste em atividade prevista no art. 27 da Lei nº 6.385/1976 e regulamentada pela Resolução CVM nº 19/2021, que conceitua a atividade como "a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente". [285] A consultoria de investimentos pode ser contratada pelo gestor, em nome do fundo;

g) *cogestão*: pode a gestão do fundo de investimento ser realizada por mais de um gestor de recursos, caso em que se estará diante de uma relação de cogestão. A relação de cogestão deve ser formalizada por meio de contrato no qual fiquem evidenciadas as atribuições de cada gestor (incluindo o mercado específico de atuação de cada um); e

h) *formação de mercado de classe fechada*: a atividade do formador de mercado é regulamentada pela Resolução CVM nº 133/2022, tendo por objetivo "fomentar a liquidez de valores mobiliários, atuando por conta própria ou mediante contrato com a emissora ou partes a ela relacionadas ou com detentores dos mencionados valores mobiliários".[286] Os serviços de formação de mercado podem ser contratados por gestores de fundos fechados.

1.10.1 Obrigação do administrador e do gestor de fiscalizar outras atividades

Conforme discutido acima, o art. 90, inciso X, da Instrução CVM nº 555/2014 previa ampla e genérica obrigação, dirigida ao administrador do fundo de investimento, de fiscalizar os serviços de terceiros contratados por ele em nome do fundo (inclusive do gestor de recursos).

---

[285] Até 2017 (com a edição da Instrução CVM nº 593/2017), o registro na categoria gestor de recursos autorizava o agente a exercer a consultoria de valores mobiliários. Atualmente, os registros para tais atividades são segregados.

[286] PAVIA, op. cit., p. 154. Segundo o mesmo autor: "na prática, o formador de mercado deve colocar no mercado, todos os dias, ordens de compra e de venda, de uma dada quantidade de valores mobiliários, respeitando o valor máximo entre o valor de compra e de venda ('*spread*'). Dessa forma, qualquer interessado pode comprar ou vender referido ativo, a um dado preço, o qual, por sua vez, é regulamentado pela Bolsa e pelo contrato" (Ibidem, p. 153-154).

Tal previsão dava ensejo a diversas discussões sobre a forma de exercício e os limites de tal dever de fiscalização.

Quando da divulgação, para fins de audiência pública, da minuta de ato normativo que posteriormente viria a se tornar a Resolução CVM nº 175/2022, a CVM propôs uma melhor delimitação da obrigação de fiscalização, tanto no que diz respeito àquela exercida pelo administrador sobre determinados atos praticados pelo gestor, quanto no tocante à obrigação dos prestadores de serviços essenciais fiscalizarem os terceiros por eles respectivamente contratados em nome do fundo.[287]

Não obstante, após diversas manifestações de participantes da Audiência Pública SDM nº 08/2020 sobre esse tema em particular, a CVM optou por estratégia regulatória distinta. Nesse sentido, foram eliminadas as obrigações de fiscalização da atuação do gestor pelo administrador do fundo de investimento.

Nesse contexto, os prestadores de serviços essenciais apenas estão obrigados a fiscalizar os terceiros contratados que não sejam participantes de mercado regulado pela CVM ou cujo serviço prestado ao fundo não se encontre dentro da esfera de atuação da autarquia.[288] Exemplos

---

[287] A minuta em questão propunha a redução da ampla e genérica obrigação fiscalizatória até então existe por hipóteses específicas, divididas em dois grupos. No primeiro grupo, cabia ao administrador fiscalizar os seguintes aspectos das atividades do gestor: (a) a observância, na gestão de carteiras, dos limites de exposição e concentração previstos no regulamento e na regulamentação em vigor; (b) se as ordens de compra e venda de ativos emitidas pelo gestor conteriam a identificação precisa do fundo de investimento e da classe de cotas em nome do qual devem ser executadas; (c) ainda sobre as ordens de compra e venda de ativos, quando um mesmo gestor realizar a gestão da carteira de diversos fundos, admite-se o grupamento de ordens, devendo o gestor possuir procedimentos que possibilitem o rateio, entre as classes de cotas, das operações realizadas, por meio de critérios equitativos, preestabelecidos, formalizados e passíveis de verificação. Essas operações de grupamento e rateio de ordens deveriam ser fiscalizadas pelo administrador; (d) no caso dos FIF, deveria o administrador fiscalizar a gestão no que diz respeito à negociação de ativos a preços de mercado, inclusive em relação aos ativos financeiros no exterior; e (e) especificamente no tocante aos FIDC, cumpriria ao administrador fiscalizar a gestão no que diz respeito à observância da política de investimentos. Já no segundo grupo, os prestadores de serviços essenciais deveriam fiscalizar as seguintes atividades ou atos dos terceiros por eles respectivamente contratados em nome do fundo: (f) quando o FIF investisse em ativos financeiros no exterior, caberia ao custodiante verificar sua existência, bem como se tais ativos estariam escriturados ou custodiados, em ambos os casos, por entidade devidamente autorizada para o exercício da atividade por autoridade de países signatários do Tratado de Assunção ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, fossem supervisionada por autoridade local reconhecida. Por sua vez, caberia ao administrador fiscalizar o cumprimento da referida obrigação por parte do custodiante do fundo; e (g) em relação aos FIDC, caberia ao administrador fiscalizar os serviços de registro de direitos creditórios desempenhados por entidade autorizada pelo BACEN e contratados, pelo administrador, em nome do fundo (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 21 ago. 2022).

[288] "O racional da escolha regulatória deriva do fato de que, atuando na atividade para a qual estão registrados na Autarquia, os agentes regulados podem ser fiscalizados diretamente pela CVM, dentro da rotina de supervisão baseada em risco da Autarquia. Porém, dada a impossibilidade de o regulador agir diretamente, cabe aos prestadores de serviços contratantes supervisionar os agentes contratados que não fazem parte do mercado de capitais brasileiro, assim como as atividades exercidas fora do perímetro regulatório da CVM" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 8 jan. 2023).

de terceiros cujas atividades não estão sob a competência da CVM e, portanto, devem ser fiscalizados são os prestadores de serviços que atuem em outras jurisdições (no exterior); as entidades registradoras de direitos creditórios integrantes da carteira dos FIDC; eventuais terceiros contratados, pelo gestor de FIDC, para verificação de lastro dos direitos e títulos representativos de créditos (no tocante à observância das regras e procedimentos aplicáveis à verificação); e os administradores dos imóveis adquiridos pelos FII.

Cabe notar, ainda, que existem determinadas situações consideradas "intermediárias" que, ainda que dentro da esfera de competência da CVM, podem não permitir uma atuação tempestiva da autarquia em razão da dinâmica do mercado. Assim, para essas situações, foram estabelecidas obrigações de verificação (e não fiscalização propriamente dita),[289] que envolvem uma checagem objetiva de determinados dados por parte do administrador, da seguinte forma (ambas previstas nos incisos do art. 25 do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175/2022):

a) após a realização das operações pelo gestor, em periodicidade compatível com a política de investimentos da classe, o administrador deve verificar a observância da carteira de ativos aos limites de composição, concentração e, se for o caso, de exposição ao risco de capital, devendo informar ao gestor e à CVM sobre eventual desenquadramento, até o final do dia seguinte à data da verificação; e

b) o administrador deve verificar a compatibilidade dos preços praticados nas operações realizadas pelo gestor com os preços de mercado, devendo informar ao gestor e à CVM sobre indícios materiais de incompatibilidade.

A redução das hipóteses de fiscalização evidencia que as críticas à amplitude do regime vigente até o término da vigência da Instrução CVM nº 555/2014 eram pertinentes e foram levadas em consideração pela CVM.[290] Com efeito, a eliminação de uma obrigação ampla e genérica de fiscalização entre agentes regulados pela mesma autarquia e a sistematização de determinados atos que devem ser apenas verificados parece consistir em estratégia regulatória mais assertiva, apta a reduzir a insegurança e ineficiência que as regras anteriores geravam.

Não obstante, a despeito da mudança regulatória, as balizas construídas à luz do regime anterior podem continuar sendo aplicadas para delimitar e dar concretude ao dever de

---

[289] Segundo a autarquia: "Não se trata de semântica apenas, visto que a ação de verificar as implicações das ações de outro agente, no caso concreto, não envolve rotinas de vigilância, mas tão somente uma checagem objetiva de dados" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 8 jan. 2023).

[290] Como já mencionado em oportunidades anteriores, confira-se, dentre todos ANDRADE, op. cit. (2021), passim.

fiscalização ou verificação nas hipóteses mantidas pela regulamentação atual.

Sobre esse particular, deve-se ter nítido que a obrigação de fiscalizar não consiste, em hipótese alguma, na obrigação do administrador ou do gestor (conforme o caso) de refazer as atividades desempenhadas pelos terceiros contratados.[291]

Partindo-se dessa premissa, tem-se que as obrigações de fiscalizar ou verificar remanescente na regulação deve observar os seguintes parâmetros construídos pela doutrina a partir dos precedentes administrativos da CVM: (a) devem ser estabelecidos procedimentos e controles internos adequados, suficientes e rastreáveis (ou verificáveis) para cumprimento da obrigação; (b) sinais de alerta (*red flags*) que indiquem desconformidades devem ser investigados; (c) contudo, os procedimentos de fiscalização ou verificação devem ser ativos e contínuos, no sentido de que não é suficiente apenas adotar uma postura reativa a sinais de alerta; (d) as verificações devem ser *ex post*, não sendo exigível que o prestador essencial se antecipe ao ato a ser praticado pelo contratado; e (e) deve ser providenciado o reporte à CVM de desenquadramentos e indícios de irregularidades.[292]

Ainda sobre esse particular, cabe ressaltar que a Resolução CVM nº 175/2022 manteve a obrigação, dirigida a cada prestador de serviço essencial, de promover prévia e criteriosa análise (*due diligence*) e seleção daqueles que contratarem em nome do fundo (art. 80, parágrafo único).[293]

Tal exigência é complementada pela autorregulação da ANBIMA que, em seu Código

---

[291] Corroborando esse entendimento: VIEIRA, Juliana Botini Hargreaves; TINOCO, Camila. A delimitação das atribuições dos administradores fiduciários e dos gestores de recursos à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 184; e COPOLA, Marina. Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 366. Quanto à jurisprudência administrativa da CVM, confira-se, dentre todos: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/12081. Rio de Janeiro. Relator: Dir. Henrique Machado. Data de julgamento: 18 jun. 2019.

[292] Tais parâmetros foram extraídos das pesquisas realizadas por Marina Copola e, principalmente por Rafael Andrade. Sobre a obra de Marina Copola, vale destacar o seguinte: "[...] progressivamente, também se tem reconhecido que a conduta diligente não se exaure em uma atuação passiva, fundada exclusivamente no recebimento e tratamento de sinais de alerta (*red flags*). O que se quer dizer com isso é que nos últimos anos, em particular desde a crise econômica de 2008, vem surgindo uma nova cultura que foi incorporada nas decisões do Colegiado e que apregoa a necessidade de criação de mecanismos e controles internos que permitam que as informações relevantes sobre os principais aspectos das atividades sociais cheguem ao conhecimento dos administradores [...] Lançando um olhar mais sistemático sobre o conjunto de decisões da CVM sobre o tema, é possível afirmar que a fiscalização entendida como suficiente pelo regulador é aquela que (i) ocorre de maneira ativa; (ii) é rastreável; e (iii) está inserida em uma governança adequada" (COPOLA, op. cit., p. 365-366). Os trechos pertinentes da obra de Rafael Andrade constam da nota 224 *supra*.

[293] VIEIRA; TINOCO, op. cit., p. 182-183.

de Administração de Recursos de Terceiros (ART),[294] prevê que o administrador e o gestor devem manter regras e procedimentos para seleção, contratação e supervisão dos terceiros por eles contratados em nome do fundo.[295] Da mesma forma, o Código de ART obriga as instituições associadas à ANBIMA ou aderentes a tal Código a exigir que o terceiro contratado responda a questionários de *due diligence* elaborados pela própria ANBIMA para determinadas atividades.

Em complementação à essa análise prévia à contratação, as melhores práticas de *compliance* recomendam que a *due diligence* seja periodicamente refeita, de forma que o administrador e o gestor possam continuamente se certificar de que os elementos que contribuíram na seleção do prestador de serviço em questão continuam presentes, bem como de que inexistem elementos novos que poderiam levar à reconsideração da contratação.[296]

1.11 **Os diretores responsáveis por desempenhar determinadas funções**

Um último aspecto relevante do regime jurídico dos fundos de investimento consiste nas figuras denominadas "diretores responsáveis", existentes na regulamentação da CVM. Nesse sentido, quando as atividades reguladas pela mencionada autarquia são exercidas por pessoas jurídicas, as normas editadas costumam exigir que seja atribuída, a diretores estatutários ou administradores,[297] a responsabilidade pelo exercício de determinadas funções.

A designação de diretores responsáveis consiste em estratégia regulatória que tem por objetivo atribuir um "rosto" ou "CPF" a determinadas funções-chave das atividades exercidas

---

294 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Administração de Recursos de Terceiros*. São Paulo, 16 dez. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm#:~:text=O%20c%C3%B3digo%20estabelece%20princ%C3%ADpios%20e,melhores%20pr%C3%A1ticas%20para%20a%20atividade. Acesso em: 20 ago. 2022.

295 Segundo o Código de ART, tal documento escrito deverá conter, pelo menos, os seguintes elementos: "I. Procedimentos prévios à contratação: a. Processo interno para seleção e contratação de terceiros, indicando as áreas internas envolvidas; e b. Processo de diligência adotado nos casos de contratação de terceiros para atividades que não possuam questionário ANBIMA de Due Diligence, observado o parágrafo 2º deste artigo. II. Procedimentos pós-contratação: a. Áreas responsáveis pela supervisão dos terceiros contratados; b. Processo adotado para supervisionar os terceiros contratados; e c. Processo adotado para tratar as não conformidades e ressalvas identificadas" (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, op. cit., art. 18, parágrafo primeiro).

296 ANDRADE, op. cit., p. 242.

297 A regulamentação da CVM se utiliza da expressão "diretores responsáveis". Contudo, como se sabe, determinados participantes do mercado podem ser constituídos sob a forma de sociedade limitada, caso em que não terão "diretores", mas sim "administradores", nomeados no contrato social ou em ata de assembleia ou reunião de sócios. Para fins de coerência com a regulamentação e para evitar confusões terminológicas, este trabalho utilizará as expressões "diretor responsável", ainda que esteja se referindo, indistintamente, a administradores de sociedades limitadas.

pelas pessoas jurídicas. Vincula-se, assim, uma ou mais pessoas naturais ao exercício de atividades reguladas, bem como à responsabilidade administrativa pelo seu desempenho.

São elucidativas as palavras de Otavio Yazbek, ao descrever a lógica da designação de diretores responsáveis como a de "estabelecer focos de responsabilização", de forma a "criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções".[298] De forma semelhante, em outro precedente, Luciana Dias fez as seguintes ponderações sobre o assunto:

> A nomeação de um diretor responsável perante a CVM é um mecanismo cuja finalidade é a criação de um núcleo de imputabilidade nos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários. Aos diretores é atribuída a qualidade de centros de imputação de responsabilidade. Esses diretores têm plena ciência desta qualidade quando assumem os respectivos cargos. Trata-se de uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas desses prestadores de serviços, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, provenientes da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição.[299]

Com efeito, o número de funções cujas responsabilidades devem ser atribuídas a diretor específicos varia conforme o administrador de carteira esteja registrado apenas na categoria de gestor de recursos; apenas na de administrador fiduciário; ou em ambas.

Gestores de recursos possuem, necessariamente, ao menos quatro funções que devem ser atribuídas a diretores responsáveis.

Em primeiro lugar, deve o gestor de recursos atribuir a responsabilidade pela atividade de gestão de carteira a um ou mais diretores que sejam, em nome próprio (i.e., "na física"), autorizados a exercer essa atividade pela CVM (art. 4º, inciso III, da Resolução CVM nº 21/2021). Trata-se do denominado *diretor de gestão*.[300]

Em segundo lugar, o administrador de carteira deve possuir um diretor responsável pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e das normas da CVM

---

[298] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2010/9129. Relator: Dir. Otavio Yazbek. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 9 ago. 2011.

[299] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 08/2004. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 6 dez. 2012.

[300] O diretor responsável pela gestão de recursos não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de capitais, na instituição ou fora dela. A exceção é o exercício das mesmas funções em sociedades controladas, controladoras, coligadas ou sob controle comum. A pessoa jurídica gestora de recursos pode indicar mais de um diretor de gestão, desde que administre carteiras de valores mobiliários de naturezas distintas ou voltadas para perfis de clientes distintos e sua estrutura administrativa contemple a existência de uma divisão de atividades entre as carteiras, que devem ser administradas de forma independente e exclusiva, em especial no que concerne à tomada de decisões de investimento.

(art. 4º, inciso IV, da Resolução CVM nº 21/2021). Trata-se do *diretor de compliance*. No caso de instituição associada à ANBIMA ou aderente ao Código de ART, o diretor de *compliance* deve ser responsável, ainda, pelo cumprimento das disposições do mencionado Código.[301]

Em terceiro lugar, o gestor de recursos deve atribuir a responsabilidade pela gestão de risco a um diretor, que será o *diretor de risco* (art. 4º, inciso V, da Resolução CVM nº 21/2021). O diretor de risco é responsável, dentre outras atribuições, por verificar o cumprimento da política de gestão de riscos, encaminhar relatório da exposição a risco de cada carteira de valores mobiliários sob gestão para as pessoas indicadas na política de gestão de riscos e supervisionar terceiro contratado para mensurar riscos.[302]

O quarto diretor que obrigatoriamente deve ser indicado por gestores de fundos de investimento é o responsável pelo cumprimento das normas relativas à prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo e da proliferação de armas de destruição em massa (PLD/FTP). As disposições relativas ao *diretor de PLD/FTP* constam da Resolução CVM nº 50/2021 e envolvem especialmente a implementação e efetiva aplicação de política de PLD/FTP compatível com a natureza, o porte, a complexidade, a estrutura, o perfil de risco e o modelo de negócio da instituição.

Além das quatro funções acima mencionados, caso as gestoras de recursos atuem na distribuição de cotas de seus próprios fundos de investimento, na forma do art. 33 da Resolução CVM nº 21/2021, assumirão mais duas funções que também deverão ser atribuídas a diretores responsáveis. Nesses casos, terão que: (a) indicar um *diretor de distribuição*, na forma do art. 33, inciso II, da Resolução CVM nº 21/2021; e (b) observar as normas que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (*suitability*), atualmente previstas na Resolução CVM nº 30/2021, que preveem a necessidade de indicação de *diretor de suitability*.

Por sua vez, o administrador fiduciário desempenha três funções que necessariamente demandam a indicação de diretores responsáveis. São elas (a) a atividade de administração fiduciária, para a qual deve ser indicado *diretor de administração fiduciária* (art. 4º, inciso III,

---

301 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Administração de Recursos de Terceiros*. São Paulo, 16 dez. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm#:~:text=O%20c%C3%B3digo%20estabelece%20princ%C3%ADpios%20e,melhores%20pr%C3%A1ticas%20para%20a%20atividade. Acesso em: 23 jul. 2022.

302 Tanto o diretor de risco, quanto o diretor de *compliance*, devem exercer suas funções com independência, não podendo atuar em funções relacionadas à administração de carteiras de valores mobiliários, à intermediação e distribuição ou à consultoria de valores mobiliários, ou em qualquer atividade que possa limitar a sua independência, na instituição ou fora dela.

da Resolução CVM nº 21/2021); (b) as regras, procedimentos e controles internos; e (c) as normas relativas à PLD/FTP, para as quais deverão indicar, respectivamente, um diretor de *compliance* e um diretor de PLD/FTP, da mesma forma que os gestores de recursos. Caso atuem na distribuição de cotas de seus próprios fundos, os administradores fiduciários também ficam obrigados a indicar diretores de distribuição e de *suitability*.

Por fim, o administrador de carteira "pleno", registrado tanto na categoria de gestor de recursos, quanto na de administrador fiduciário, exercerá, ao menos, cinco funções que demandam a atribuição de responsabilidade a diretores, devendo possuir: diretor de gestão; diretor de administração fiduciária (que não pode ser a mesma pessoa que o diretor de gestão);[303] diretor de *compliance*; diretor de risco; e diretor de PLD/FTP. Caso realize distribuição, deverá indicar, ainda, diretor de distribuição; e diretor de *suitability*.

Apesar das diversas funções que devem ser atribuídas a diretores responsáveis – que podem chegar a sete no caso do administrador de carteira "pleno" – é plenamente possível que o mesmo diretor ou administrador acumule responsabilidades por diferentes atividades, nas hipóteses de cumulação admitidos pela regulação.[304]

---

[303] Art. 4º, parágrafo sexto, da Resolução CVM nº 21/2021: "O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado concomitantemente nas categorias gestor de recursos e administrador fiduciário deve indicar um diretor responsável exclusivamente pela atividade de administração fiduciária".

[304] Vide, nesse sentido, o Ofício-Circular CVM nº 10/2015/CVM/SIN (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Ofício-Circular CVM nº 10/2015/CVM/SIN*. Rio de Janeiro, 18 dez. 2015. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1015.html. Acesso em: 24 jul. 2022).

2 INAPLICABILIDADE DO DIREITO DO CONSUMIDOR ÀS RELAÇÕES ENTRE OS COTISTAS E OS PRESTADORES DE SERVIÇO ESSENCIAIS

A presente Seção tem por objetivo avaliar a aplicabilidade do Direito do Consumidor às relações jurídicas entre cotistas de fundos de investimento e seus administradores e gestores.

Para tanto, inicialmente, será realizada revisão da jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) sobre essa matéria. Após exposição dos principais fundamentos dos acórdãos do referido Tribunal, estes serão analisados criticamente. Serão avaliadas, ainda, as lições da doutrina que sustenta a aplicação do Direito do Consumidor.

Sem prejuízo dessa revisão jurisprudencial e doutrinária, entende-se que a análise da atração do regime do Código de Defesa do Consumidor (CDC) para as relações jurídicas em tela perpassa, necessariamente, pela avaliação do enquadramento do cotista do fundo de investimento no conceito de consumidor; e, da mesma maneira, pelo enquadramento do administrador e do gestor na definição legal de fornecedor. Tal avaliação, inclusive com a retomada de conceitos elementares ao Direito do Consumidor, consiste no objetivo principal do exposto nas páginas a seguir.

2.1 Responsabilidade do administrador e do gestor à luz da jurisprudência do STJ

O STJ possui um volume considerável de precedentes sobre a responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundos de investimento, que não podem ser ignorados por quem estuda esse tema. Entretanto, a maior parte dos trabalhos acadêmicos sobre a matéria se limita a fazer referência acrítica ao entendimento do Tribunal para fundamentar suas conclusões, quando alinhados à jurisprudência do STJ; enquanto outros deixam de enfrentar ou ignoram tais precedentes para concluir em sentido diverso.

Nesse contexto, a correta construção dos elementos da responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundos deve envolver a análise detida, a extração dos principais fundamentos jurídicos e, na sequência, o enfrentamento do entendimento do STJ.

2.1.1 Revisão dos precedentes do STJ sobre o tema

A pesquisa realizada por este autor verificou a existência de dezessete precedentes do STJ que, de alguma forma, abordam a responsabilidade civil do administrador e/ou do gestor

de fundos de investimento.[305] O precedente mais antigo identificado é datado de 6 de abril de 2004 e, o mais recente, de 18 de novembro de 2019.[306]

2.1.1.1 Primeiros precedentes: fundamentação tímida e confusão entre papéis

Na primeira oportunidade que se debruçou sobre a matéria, em 2004, a fundamentação utilizada pelo STJ foi extremamente tímida.[307] O acórdão recorrido, originado do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, reconhecera como "de consumo" a relação entre investidor e administrador de fundo de investimento, apurando objetivamente a responsabilidade deste último perante o primeiro pelos "danos de defeito de serviços, informações insuficientes ou inadequadas sobre fruição e riscos" e, ainda, afirmando que os administradores de fundos não poderiam transferir riscos aos investidores.

Ao manter a decisão recorrida, a Terceira Turma do STJ, sob relatoria do então Min. Carlos Alberto Menezes Direito, limitou-se a fazer referência ao Recurso Especial nº 106.888/PR, julgado alguns anos antes, que teria pacificado o entendimento do Tribunal Superior sobre a aplicabilidade do CDC às relações jurídicas entre instituições financeiras e seus clientes.[308] Assim, a relação objeto da lide foi considerada como sendo "de consumo" pelo simples fato de o administrador do fundo de investimento, no caso, ser instituição financeira.

Tampouco na oportunidade seguinte, no ano de 2005, houve maior detalhamento das razões decisórias do STJ.[309] A questão da aplicação, ou não, do CDC ao caso sequer foi objeto de apreciação pela Quarta Turma, uma vez que, embora reconhecida no Tribunal de origem, não foi impugnada no Recurso Especial. Assim, no julgamento, o STJ se limitou a fazer referência ao acórdão recorrido, no qual tinham sido afastadas as alegações de publicidade enganosa e má-gestão levantadas pelo cotista do fundo de investimento. Do acórdão, merecem destaque as palavras do Min. Aldir Passarinho Junior, em voto vista, sobre a questão dos riscos dos investimentos realizados no mercado de valores mobiliários:

---

305 A data de corte do levantamento objeto de análise foi o dia 14 de fevereiro de 2023. Eventuais precedentes posteriores a essa data não foram considerados.

306 Todos os precedentes aqui mencionados são referenciados nas notas a seguir, ao longo de sua análise.

307 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 552.959/RJ. Relator: Min. Carlos Alberto Menezes Direito. Brasília. Data de julgamento: 6 abr. 2004. DJe. de: 17 maio 2004.

308 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Recurso Especial nº 106.888/PR. Relator: Min. Cesar Asfor Rocha. Brasília. Data de julgamento: 28 mar. 2001. DJe. de: 5 ago. 2002.

309 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 747.149/RJ. Relator: Min. Fernando Gonçalves. Brasília. Data de julgamento: 6 out. 2005. DJe. de: 5 dez. 2005.

> Apenas destaco que, assim como S. Exa., não cabe, nesse tipo de investimento, processar o banco por variações que acontecem, que são próprias do mercado. Se houve alteração na banda cambial no dia 19/01/1999 e, com isso, houve uma subida do dólar, queda de ações, etc, tudo faz parte do risco desse tipo de fundo, porque não é uma aplicação conservadora, como a poupança ou um fundo mais tradicional, é um fundo de alto risco. Desse modo, não há seguro nenhum em relação ao quanto perde o fundo, assim como, evidentemente, o aplicador, quando tem um lucro elevado nesses fundos, também não socializa esse lucro; o lucro é dele. Ele tanto recebe os bônus dessa operação, como tem de arcar com os ônus do risco nesse tipo de aplicação.

Anos depois, em julgamento ocorrido em março de 2010, o STJ reiterou seu posicionamento anterior, de que o CDC se aplicaria à relação entre instituições financeiras e seus clientes.[310] Foi determinante, para a atribuição da responsabilidade do administrador, a constatação de que teria havido "defeito de informação na proposta de adesão feita pelo banco aos seus clientes". Conforme será detalhado posteriormente, esse foi o primeiro caso em que o Tribunal confundiu as atribuições do administrador do fundo de investimento com a oferta de produtos de investimento realizada por instituições bancárias aos seus clientes.

No mesmo ano, a Terceira Turma do STJ decidiu de forma diversa, afirmando que seria ínsito o alto grau de risco de investimento em fundo que possui derivativos em sua carteira "tanto para grandes ganhos, como para perdas consideráveis".[311] Logo, referenciando o acórdão recorrido, que reconheceu que os materiais informativos do fundo tinham sido devidamente entregues aos investidores (em cumprimento à parte final do *caput* do art. 8º do CDC),[312] concluiu o STJ que os investidores estariam cientes e teriam optado por assumir os riscos do investimento.

Em 2011, mais uma vez, a Terceira Turma do STJ manifestou-se expressamente pela aplicação do CDC à "entidade bancária", nas "aplicações em fundos de investimento".[313] Contudo, a análise do caso permite concluir que, em mais essa ocasião, o STJ confundiu papéis exercidos por agentes desse mercado.

Com efeito, no caso, investidor ajuizou ação em face do Banco da Amazônia S/A, do qual era correntista. Conforme se extrai do acórdão, o referido Banco teria aplicado recursos de

---

310 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental nos Embargos de Declaração no Agravo de Instrumento nº 524.103/MG. Relator: Min. Vasco Della Giustina (Desembargador Convocado). Brasília. Data de julgamento: 16 mar. 2010. DJe. de: 9 abr. 2010.

311 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.003.893/RJ. Relator: Min. Massami Uyeda. Brasília. Data de julgamento: 10 ago. 2010. DJe. de: 8 set. 2010.

312 CDC: "Art. 8°. Os produtos e serviços colocados no mercado de consumo não acarretarão riscos à saúde ou segurança dos consumidores, exceto os considerados normais e previsíveis em decorrência de sua natureza e fruição, obrigando-se os fornecedores, em qualquer hipótese, a dar as informações necessárias e adequadas a seu respeito".

313 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.131.073/MG. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 5 abr. 2011. DJe. de: 13 jun. 2011.

seu cliente, sem autorização, em fundo de investimento administrado pelo Banco Santos S/A, tendo sido tais recursos posteriormente bloqueados em razão da intervenção do Banco Central do Brasil (BACEN) no Banco Santos S/A. Ou seja, o investidor, na verdade, buscava ser ressarcido junto ao Banco da Amazônia S/A; e não junto ao administrador do fundo de investimento no qual seus recursos foram aplicados (i.e., o Banco Santos S/A). Logo, os atos praticados pelo Banco da Amazônia S/A em face de seu cliente em nada se relacionavam com a atividade de administração ou gestão de fundos de investimento.

A partir da análise dos primeiros precedentes do STJ acima (2004-2011), pôde-se constatar o seguinte: (a) desde sua primeira decisão sobre a matéria, o Tribunal entendeu ser "de consumo" a relação entre administrador ou gestor, de um lado, e cotistas de fundo de investimento, de outro; (b) as fundamentações de tais decisões foram tímidas, sem qualquer sistematização das razões de decidir ou análise detida das especificidades da relação jurídica em discussão; e (c) o STJ, desde o início, confunde as atividades desempenhadas pelo administrador ou gestor do fundo de investimento com aquelas da instituição bancária que oferece produtos de investimento aos seus correntistas.

2.1.1.2 Persistência do Enunciado nº 297 da Súmula do STJ

Em 2012, a Terceira Turma do STJ enfrentou caso em que um investidor realizou aplicações em três fundos com política de investimento em derivativos, cujos administradores e gestores eram pessoas jurídicas distintas, mas pertencentes ao mesmo grupo econômico.[314]

Na caracterização da relação de consumo entre as partes de tal relação, afirmou o Tribunal que incidiria o Enunciado nº 297 da Súmula do STJ, aprovado em 12 de maio de 2004, segundo o qual "o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras". Nessa linha, entendeu-se que as "instituições financeiras" envolvidas prestariam serviços aos investidores, mediante remuneração; ao mesmo tempo em que o cotista se enquadraria como destinatário final de tais serviços, não sendo seu intuito de lucro elemento suficiente para descaracterizar tal posição.

Sob essa premissa, o STJ utilizou-se das conclusões fático-probatórias constantes do acórdão recorrido, no sentido de que teria havido violação do dever de informar e má-gestão por parte do administrador e do gestor do fundo. Além disso, afirmou que tais agentes deveriam

---

[314] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.164.235/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 15 dez. 2011. DJe. de: 29 fev. 2012.

responder de forma solidária entre si, com fundamento no art. 7º, parágrafo único, do CDC.[315]

No segundo semestre de 2012, outro precedente demonstra a consolidação do entendimento do Tribunal de que o regime consumerista deveria ser aplicado às relações entre cotistas e administradores de fundos de investimento, novamente com justificativa no Enunciado nº 297 da Súmula do STJ.[316] Não obstante, o aspecto que mais se destaca nesse precedente em específico consiste na relevância que foi dada à qualificação dos investidores para se avaliar a efetiva violação de deveres do administrador do fundo de investimento.

Com efeito, os investidores recorrentes alegaram, resumidamente, que (a) teria havido falha na prestação de informações sobre possibilidade de perda da totalidade dos recursos investidos; e (b) a administradora teria gerido a carteira do fundo de forma inadequada. Entretanto, o voto do Min. Sidnei Beneti reconheceu que, no caso, os cotistas seriam investidores experientes, tendo optado "por fundos de alta rentabilidade e, em contrapartida, de alto risco". Tais cotistas teriam condições de compreender os termos do regulamento do fundo, inclusive no que diz respeito às possibilidades de perdas, por serem "investidores diferenciados, pela própria condição social e cultural, bem como pelos volumes de investimentos a que afeiçoados a realizar".

Quanto ao argumento de má-gestão, o STJ também fez referência à conclusão do Tribunal de origem, no sentido de que não teria sido comprovada culpa do administrador, uma vez que as perdas experimentadas decorreriam de estresse atípico do mercado à época, que afetou diversos outros fundos de mesma categoria.

Outro caso, julgado em 2013, diz respeito a investimento realizado por pessoa que era correntista de instituição bancária e, orientado por esta, aplicou recursos em fundo de investimento gerido por outra pessoa jurídica do mesmo grupo econômico.[317] O cotista buscava ressarcimento em face do gestor do fundo, após verificar perda de recursos investidos. Como em precedentes anteriores, a aplicação do CDC foi justificada na Súmula do STJ. Não obstante, foi consignada seguinte ressalva no voto do Relator, Min. Raul Araújo:

> [e]m regra, descabe indenização por danos materiais ou morais a aplicador em fundos

---

[315] CDC: "Art. 7°. Os direitos previstos neste código não excluem outros decorrentes de tratados ou convenções internacionais de que o Brasil seja signatário, da legislação interna ordinária, de regulamentos expedidos pelas autoridades administrativas competentes, bem como dos que derivem dos princípios gerais do direito, analogia, costumes e eqüidade. Parágrafo único. Tendo mais de um autor a ofensa, todos responderão solidariamente pela reparação dos danos previstos nas normas de consumo".

[316] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.214.318/RJ. Relator: Min. Sidnei Beneti. Brasília. Data de julgamento: 12 jun. 2012. DJe. de: 19 set. 2012.

[317] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 777.452/RJ. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Data de julgamento: 19 fev. 2013. DJe. de: 26 fev. 2013.

> derivativos, pois o alto risco é condição inerente aos investimentos nessas aplicações. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o aplicador ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. Como é da lógica do mercado financeiro, quanto maior a possibilidade de lucro e rentabilidade de produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento.

No caso, foi reconhecida a responsabilidade do gestor, uma vez comprovado que não teriam sido prestadas informações aos cotistas sobre os riscos relativos ao investimento, e que não teria sido formalizada a adesão de tais cotistas ao regulamento do fundo (tendo sido tais elementos fáticos extraídos de decisão tomada em processo administrativo do BACEN, juntada aos autos).

Ainda em 2013, novamente sob a relatoria do Min. Raul Araújo, o STJ se deparou com Recurso Especial[318] interposto por gestor de fundo de investimento que aplicava em derivativos contra acórdão do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro no qual se afirmou que as obrigações assumidas por tal agente seriam "de resultado".[319]

Mais uma vez fazendo referência ao Enunciado nº 297 de sua Súmula, o STJ reconheceu a incidência do CDC sobre a relação jurídica entre cotista e gestor de fundo de investimento. Não obstante, o Tribunal Superior se valeu de dois aspectos fáticos para afastar a alegação de defeito na prestação de serviços formulada pelo cotista.

Em primeiro lugar, em linha com precedentes anteriores, considerou que fundos que aplicam em derivativos são veículos de alto risco, aliando a possibilidade de retornos financeiros superiores; ao risco de perdas que podem chegar ao total dos recursos investidos. Nessa linha, o STJ ressaltou que a obrigação assumida pelo gestor de recursos seria de meio, e não de resultado. Além disso, foi levada em consideração a experiência do cotista ("investidor experiente, analista financeiro do Banco Bozano Simonsen, que costumava empregar recursos, com frequência, nesse tipo de fundo agressivo") para se afirmar que os riscos envolvidos nesse tipo de aplicação eram por ele conhecidos, inexistindo falha no dever de informar por parte do

---

[318] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 799.241/RJ. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Data de julgamento: 14 ago. 2012. DJe. de: 26 fev. 2013.

[319] Confira-se o seguinte trecho do acórdão recorrido: "Se o gestor e o administrador do fundo de investimentos têm o poder de, com exclusividade, escolherem em que, como e quando investir, sem permitir a manifestação do cliente, de quem cobram taxa de administração a título de remuneração, assumem em contrapartida a responsabilidade pelos resultados positivos, do que somente se eximem se provada excludente de responsabilidade. Não há caso fortuito ou força maior quando demonstrada a total imperícia, negligência e imprudência do administrador e do gestor do fundo, ao investirem, em oposição à quase totalidade do mercado financeiro, contra a manutenção do controle por bandas do câmbio pelo Governo Federal. A presença da culpa no comportamento do agente afasta a força maior ou o caso fortuito" (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Primeira Câmara Cível. Apelação Cível nº 2003.001.12284. Relator: Des. Henrique Carlos de Andrade Figueira. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 26 ago. 2003. DJ. de 22 set. 2003).

gestor.

Finalmente, em 2014, foi apreciado mais um litígio com características semelhantes aos acima narrados.[320] Naquela ocasião, teve relevância a constatação de que a instituição teria inserido, em sua oferta de investimento, um mecanismo de *stop loss*, supostamente destinado a impedir que os cotistas sofressem perdas superiores a determinado percentual. Contudo, no caso concreto, o *stop loss* não teria sido acionado, razão pela qual se afirmou que o administrador deveria ser responsabilizado.

Ou seja, ao mesmo tempo que afirmou que "o risco faz parte da aplicação em fundos de investimento", o STJ reconheceu ser possível "criar mecanismos ou oferecer garantias próprias para reduzir ou afastar a possibilidade de prejuízos", que passam a integrar a relação contratual com o cotista. Nesses casos, os mecanismos e garantias deveriam funcionar, sob pena de caracterização de falha na prestação de serviços.

Assim, dessa "fase intermediária" dos precedentes do STJ (2012-2014), pode ser extraído o seguinte: (a) houve consolidação do entendimento do Tribunal no sentido de ser impositiva a aplicação do CDC às relações entre administrador ou gestor e cotistas de fundos de investimentos, com fundamento quase que exclusivo no Enunciado nº 297 de sua Súmula; (b) em alguns precedentes, teve relevância a verificação da experiência do investidor para avaliação da alegação de violação do dever de informar; (c) começou a ser esboçado entendimento de que a aplicação de recursos em fundos de investimento envolveria riscos assumidos pelos cotistas e que perdas não necessariamente significariam má-gestão; e (d) permaneceu a confusão entre a atividade de efetiva administração ou gestão do fundo e o oferecimento desse tipo de investimento aos clientes de instituição bancária.

2.1.1.3 Desenvolvimento das razões de decidir, mas sem sistematização

O acórdão relatado pelo Min. Luis Felipe Salomão em maio de 2014 pode ser considerado um dos mais detalhados sobre a matéria em estudo.[321] Assim como em outro caso julgado em 2011 (acima analisado), o recorrente era correntista do Banco da Amazônia S/A, que teria recomendado a ele a aplicação de recursos no Fundo de Investimento BASA Seleto, administrado pelo próprio Banco da Amazônia S/A e gerido pela Santos Asset Management Ltda.

---

[320] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 656.932/SP. Relator: Min. Antonio Carlos Ferreira. Brasília. Data de julgamento: 24 abr. 2014. DJe. de: 2 jun. 2014.

[321] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.187.365/RO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 22 maio 2014. DJe. de: 25 ago. 2014.

(gestora de recursos integrante do grupo econômico do Banco Santos S/A). A partir desse contexto fático, os principais elementos que podem ser extraídos do referido julgado são os seguintes:

a) em linha com o entendimento consolidado no STJ, foi reconhecida relação de consumo entre o administrador do fundo e o investidor, com fundamento no mencionado Enunciado nº 297 de sua Súmula;

b) ainda para defender a existência de relação de consumo, é feita referência a doutrina sobre a aplicação do CDC às corretoras de valores mobiliários e seus clientes, que, no entendimento do Tribunal, seria aplicável à administração de fundos "por absoluta simetria";

c) por outro lado, reconheceu-se que nem todo "investidor é consumidor, porque há, no mercado de capitais, investidores profissionais que movimentam elevada soma de forma habitual e institucionalizada, não lhes remanescendo nenhum resquício de hipossuficiência necessária à caracterização da figura do consumidor". Logo, o regime do CDC só incidiria quando o cotista fosse investidor não profissional. O acórdão parece utilizar a expressão "investidor profissional" de forma atécnica, uma vez que tal conceito somente seria introduzido na regulamentação da CVM em dezembro de 2014 (até então, as normas travam apenas do "investidor qualificado");

d) no caso concreto, como o investidor não era profissional, incidiriam os preceitos do CDC e o administrador e o gestor do fundo deveriam ser responsabilizados solidariamente, por serem integrantes da mesma "cadeia de fornecimento que tinha em uma ponta o mercado de valores mobiliários e na outra o Banco da Amazônia S/A, que era o único que, efetivamente, mantinha relação contratual com o correntista";[322]

e) tal solidariedade, para o STJ, também decorreria das normas da CVM, visto os parágrafos do art. 57 da Instrução CVM nº 409/2004, então em vigor, exigirem cláusula de solidariedade no contrato celebrado entre a instituição administradora e o gestor do fundo; e

f) finalmente, entendeu-se que o bloqueio de recursos do investidor custodiados pelo

[322] "Nesse passo, para o consumidor, a instituição bancária apresenta-se sempre como o único fornecedor do serviço oferecido ao correntista, mostrando-se absolutamente irreal – ao menos do ponto de vista do investidor não profissional – a ideia de que o Banco possa subcontratar serviços importantíssimos ao sucesso do fundo, como é o caso da gestão da carteira, e o consumidor compactue com eventuais prejuízos causados por má gestão, por exemplo" (Ibidem).

> Banco Santos não poderia ser considerado um risco próprio da atividade de investimento em fundos, especialmente ao se considerar que tal bloqueio teria sido determinado pelo BACEN a partir da constatação de "irregularidades [...] que culminaram em sanções de ordem administrativa, cível e criminal".

O precedente seguinte, de 2015, pouco inovou.[323] Com base na consolidada premissa de aplicação do CDC, afirmou-se que a instituição administradora do fundo de investimento objeto do litígio, que também realizava a gestão do fundo, teria promovido operações "arriscadas e temerárias" em fundo de renda fixa "que se definem como modalidades de investimento de baixo risco", o que representaria má-gestão. Note-se que houve reconhecimento de relação de consumo, a despeito de o cotista, nesse caso, ser entidade fechada de previdência complementar, considerada investidora profissional nos termos do art. 9º-A, inciso III, da Instrução CVM nº 539/2013, já vigente à época.

No começo de 2016, acórdão de relatoria do Min. Marco Buzzi foi o primeiro a sistematizar os elementos que, no entendimento do STJ (reiterado em oportunidades posteriores), evidenciariam a ilicitude da conduta do administrador e do gestor: (a) a existência de má-gestão, "caracterizada por arriscadas e temerárias operações com o capital do investidor"; e (b) violação do dever de informar adequadamente o cotista.[324] No caso concreto, a decisão do Tribunal se baseou no fato de o acórdão recorrido ter fixado, a partir do contexto fático-probatório dos autos, a ocorrência de gestão fraudulenta e omissão no dever de informação.

No final do mesmo ano, o STJ apreciou litígio relacionado ao conhecido "Caso Madoff".[325] Apenas para fins de contextualização, Bernard ("Bernie") Madoff ganhou notoriedade internacional durante as décadas em que geriu recursos de terceiros nos Estados Unidos da América. Os retornos financeiros constantemente acima das médias do mercado atraiam investidores do mundo todo e contribuíam para incrementar a fama de Bernie Madoff como gestor de renome.

Com a crise financeira de 2008, diversos investidores resgataram seus investimentos nos fundos geridos por Madoff. Foi nesse momento que se evidenciou que tais fundos não possuiriam recursos para honrar os pedidos de resgate. Após investigações, concluiu-se que

---

[323] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 658.608/ES. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Data de julgamento: 4 ago. 2015. DJe. de: 17 ago. 2015.

[324] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 1.140.811/RJ. Relator: Min. Marco Buzzi. Brasília. Data de julgamento: 23 fev. 2016. DJe. de: 26 fev. 2016.

[325] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.606.775/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 6 dez. 2016. DJe. de: 15 dez. 2016.

Madoff se utilizava dos conhecidos "esquemas Ponzi", em que – resumidamente – os novos aportes de recursos eram utilizados para o pagamento de rendimentos a antigos investidores. Estima-se que esse esquema de pirâmide financeira tenha causado prejuízo da ordem de 65 bilhões de dólares norte-americanos a investidores.[326]

O caso apreciado pelo STJ dizia respeito a investidor brasileiro que teria sido aconselhado por instituição financeira da qual era correntista a destinar recursos aos fundos de investimento de Bernie Madoff. O investidor buscava ser ressarcido junto a tal instituição financeira pelas perdas experimentadas nos investimentos em questão.

Esse caso merece destaque dentre os demais por ter sido o único no qual o STJ, nos termos do voto do Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, foi categórico ao afirmar que "os deveres jurídicos impostos aos administradores dos fundos de investimento não se confundem com a responsabilidade da instituição financeira que os recomenda a seus clientes como possíveis fontes de lucro". Ou seja, o Tribunal – ao contrário do que se verificou em diversos julgados anteriores – reconheceu a existência de papéis distintos exercidos por tais agentes (instituição financeira que recomenda modalidade investimento a seus correntistas, de um lado, e administrador ou gestor de fundo de investimento, de outro).

Infelizmente, essa relevante distinção seria ignorada logo em seguida.

Os três últimos precedentes sobre o tema identificados datam todos de 2019. O primeiro deles, novamente sob a relatoria do Min. Luis Felipe Salomão, repete parte da fundamentação do acórdão de 2014 acima analisado.[327] Entretanto, esse novo julgado escancara a persistência da confusão que o Tribunal faz entre os administradores/gestores de fundos de investimento; e instituições bancárias que apenas "assessoram" seus correntistas na indicação de investimentos para os recursos nelas depositados.

Com efeito, diversos trechos do acórdão evidenciam que, no caso, a falha analisada não decorreu da gestão dos recursos em si; mas da utilização, sem autorização, de recursos do correntista depositados na instituição bancária para investir em fundo cuja política de investimento não seria compatível com o perfil daquele investidor, valendo destacar os seguintes:

---

[326] Dentre as inúmeras reportagens que tratam, sob diversos enfoques, do tema, confira-se: VALOR ECONÔMICO. A pirâmide de Madoff: Entenda como funcionava o maior esquema 'ponzi' da história. *Valor Econômico*, São Paulo, 14 abr. 2021. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/04/14/entenda-como-funcionava-o-esquema-ponzi-de-madoff.ghtml. Acesso em: 10 jul. 2022; e BBC NEWS. O golpe de US$ 65 bilhões que quebrou investidores e levou à prisão Bernie Madoff, morto aos 82 anos. *BBC News Brasil*, São Paulo, 14 abr. 2021. Disponível em: https://www.bbc.com/portuguese/internacional-56752040. Acesso em: 10 jul. 2022.

[327] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.326.592/GO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 7 maio 2019. DJe. de: 6 ago. 2019.

> No caso em julgamento, penso que a deficiência informacional do consumidor decorreu da incontroversa ausência de autorização expressa para que o banco procedesse à aplicação financeira em fundo de investimento que apresentava risco incompatível com o perfil conservador do correntista.
> A proteção contra práticas abusivas, assim como o direito à informação, é direito básico do consumidor, cuja manifesta vulnerabilidade (técnica e informacional) impõe a defesa da qualidade do seu consentimento, bem como a vedação da ofensa ao equilíbrio contratual.
> [...]
> No caso, conforme consta da moldura fática, se o correntista tem hábito de autorizar investimentos sem nenhum risco de perda (como é o caso do CDB – título de renda fixa com baixo grau de risco) e o banco, por iniciativa própria e sem respaldo em autorização expressa do consumidor, realiza aplicação em fundo de risco incompatível com o perfil conservador de seu cliente, entendo que a ocorrência de eventuais prejuízos deve, sim, ser suportada, exclusivamente, pela instituição financeira, que, notadamente, não se desincumbiu do seu dever de esclarecer de forma adequada e clara sobre os riscos da operação.

O segundo caso apreciado pelo Tribunal em 2019, de relatoria da Min. Nancy Andrighi, também pode ser considerado um dos mais completos sobre a matéria.[328] No voto, acompanhado pela Terceira Turma, é ressaltada a possibilidade de que o investimento em fundos cause danos aos seus cotistas, que impliquem em perda, sem que isso gere dever de indenizar. Para que haja a obrigação indenizatória, tal dano deve decorrer de conduta antijurídica, que se verifica a partir da comprovação de ocorrência de má-gestão ("operações arriscadas e temerárias") ou da prática de fraudes com o patrimônio do fundo de investimento (como ocorreu no "Caso Madoff").

Tal constatação decorre do fato de que o administrador ou o gestor não se comprometem a entregar ao investidor rentabilidade específica, mas apenas a empregar seus melhores esforços na gestão dos recursos que integram a carteira do fundo, o que representa típica obrigação de meio. Assim, no caso, entendeu o STJ que não estariam presentes os elementos aptos a demonstrar a antijuridicidade da conduta do administrador do fundo, especialmente porque o acórdão recorrido consignou que teria ocorrido somente uma "troca inoportuna" de ativos integrantes da carteira do fundo, o que não seria suficiente para demonstrar falha do serviço.

Por fim, o último julgado identificado sobre o tema não inova, fazendo meras referências a acórdãos anteriores do STJ.[329] Chama atenção, contudo, o fato de o acórdão recorrido ter reconhecido expressamente que o investidor que buscava indenização seria qualificado, aspecto que, contudo, não foi levado em consideração pelo STJ no caso (apesar desse mesmo elemento

---

[328] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.724.722/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 27 ago. 2019. DJe. de: 29 ago. 2019.

[329] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.525.807/RJ. Relator: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 18 nov. 2019. DJe. de: 20 nov. 2019.

ter sido considerado relevante em casos anteriores, conforme acima analisado).

Assim, a partir da análise dos últimos precedentes do STJ (2014-2019), podem ser extraídas as seguintes constatações acerca do atual estágio do posicionamento do Tribunal: (a) houve efetiva construção de jurisprudência[330] no sentido de aplicar o CDC às relações entre cotistas e administradores e gestores de fundos de investimento; (b) o principal fundamento para a referida aplicação do CDC decorre do fato de que, nos casos analisados, os administradores dos fundos de investimento eram instituições financeiras, tendo sido aplicado, sem maiores reflexões, o Enunciado nº 297 da Súmula do STJ; (c) permanecem, há mais de uma década, interpretações que confundem a atividade de efetiva administração ou gestão do fundo e o ato de oferecer esse produto de investimento aos clientes de instituição bancária (salvo exceção pontual, em um único acórdão analisado); e (d) apesar de tentativas nesse sentido, não foram fixados os elementos que devem ser levados em consideração na apuração da responsabilidade, existindo divergências quanto a aspectos relevantes da matéria (tais como a necessidade de verificação da experiência do investidor e conceitos como o de má-gestão, fraude e violação do dever de informar o investidor).

2.1.2 Análise crítica dos fundamentos constantes dos precedentes do STJ

Não há dúvidas, após a análise dos precedentes acima realizada, de que a jurisprudência sedimentada no STJ vai no sentido de que a relação jurídica entre administradores ou gestores, de um lado, e cotistas de fundos de investimento, de outro lado, caracteriza-se como sendo de consumo, sendo regida pelas disposições do CDC.

Vale antecipar que, ao longo desta Seção 2, serão construídos os argumentos a partir dos quais entende-se que, ao contrário da jurisprudência do STJ, não devem ser aplicadas as regras consumeristas às relações jurídicas acima mencionadas. Não obstante, na presente subseção, pretende-se apenas analisar criticamente os fundamentos utilizados nos referidos precedentes.

A primeira crítica relaciona-se com a aplicação indiscriminada e, no entendimento do

---

[330] "Pela palavra 'jurisprudência' (*stricto sensu*) devemos entender a forma de revelação do direito que se processa através do exercício da jurisdição, em virtude de uma sucessão harmônica de decisões dos tribunais [...] É a razão pela qual o Direito jurisprudencial não se forma através de uma ou três sentenças, mas exige uma série de julgados que guardem, entre si, uma linha essencial de continuidade e coerência. Para que se possa falar em jurisprudência de um Tribunal, é necessário certo número de decisões que coincidam quanto à substância das questões objeto de seu pronunciamento" (REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 167-168).

autor, irrefletida do Enunciado nº 297 da Súmula do Tribunal. Como dito, tal Enunciado foi aprovado pelo STJ em 2004, em momento no qual se discutia a constitucionalidade e a extensão do disposto no art. 3º, parágrafo segundo, do CDC, que inclui, no conceito de serviços sujeitos ao regime do Código, aqueles de "natureza bancária".

Nesse contexto, um aspecto que deve ser ressaltado é o seguinte: administradores e gestores de fundos de investimento não são necessariamente instituições financeiras. Nos termos do art. 1º, parágrafo segundo, da Resolução CVM nº 21/2021, podem se credenciar como administradores fiduciários (categoria que inclui os administradores de fundos de investimento): (a) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN; (b) pessoa jurídica que mantenha, continuamente, valores equivalentes a no mínimo 0,20% dos recursos financeiros sob administração, ou mais do que R$ 550.000,00, o que for maior, em determinadas contas de seu balanço patrimonial; ou (c) outras pessoas jurídicas, desde que realizem exclusivamente a administração fiduciária de carteiras administradas ou de FIP, FMIEE, FICFIP, FIP-IE ou FIP-PD&I.

Vale ressaltar que, durante uma das audiências públicas realizadas previamente à edição da Instrução CVM nº 558/2015 (posteriormente substituída pela Resolução CVM nº 21/2021), a CVM colocou em discussão justamente uma proposta de que os administradores fiduciários tivessem que ser, obrigatoriamente, instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo BACEN. À época, a autarquia ponderou se o exercício da atividade de administração fiduciária não deveria se limitar aos bancos múltiplos, bancos comerciais, Caixa Econômica Federal, bancos de investimento ou sociedades corretoras e/ou distribuidora de títulos de valores mobiliários.[331]

Conforme consignado no relatório resultante de tal audiência pública, após analisar as sugestões dos participantes do mercado, a opção regulatória adotada pela CVM foi a de permitir que pessoas jurídicas que não sejam instituições financeiras se habilitem como administradores fiduciários, observados os requisitos de patrimônio mínimo acima mencionados.[332]

Logo, embora deva se reconhecer que grande parte dos administradores de fundos de investimento são, atualmente, pessoas jurídicas enquadradas no conceito de instituição financeira, tal qualificação não consiste em elemento necessário para o exercício profissional de tal

---

[331] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 10/2014*. Rio de Janeiro, 29 out. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html. Acesso em: 30 jul. 2022.

[332] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 10/2014*. Rio de Janeiro, 26 mar. 2015. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html. Acesso em: 30 jul. 2022.

atividade.

No caso das entidades registradas exclusivamente na categoria gestores de recursos, autorizadas a gerir a carteira de fundos de investimento, os únicos requisitos que devem ser observados para seu credenciamento são aqueles constantes do art. 4º da Resolução CVM nº 21/2021 que se resumem, basicamente, a ter sede no Brasil; estar devidamente constituída e registrada, tendo objeto social compatível com a atividade; atribuir a responsabilidade pela atividade de gestão a diretor estatutário autorizado pela CVM; atribuir as responsabilidades pelo *compliance* e pela gestão de riscos a outros diretores estatutários; possuir sócios que atendam requisitos reputacionais; e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e área de atuação.

Ao contrário do que ocorre com os administradores fiduciários, pode-se afirmar, com tranquilidade, que a maior parte dos gestores de fundos de investimento são pessoas jurídicas que não se enquadram no conceito de instituições financeiras.

Acrescente-se a isso que o inciso XXVII do art. 3º da Resolução CVM nº 175/2022 é expresso ao conceituar o gestor do fundo de investimento como a "pessoa *natural* ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria 'gestor de recursos', cuja atribuição é realizar a gestão da carteira de ativos". Ou seja, apesar de incomum, a regulamentação em vigor permite que fundos de investimento sejam geridos por pessoas naturais – que, por motivos óbvio, não poderiam ser instituições financeiras.

Desse modo, fica evidente que – ao contrário da premissa adotada pelo STJ – administradores e gestores de fundos de investimento podem não ser (e no caso de gestores, geralmente não são) instituições financeiras.[333]

Em exercício hipotético, questiona-se: à luz de seus precedentes, qual seria a solução do STJ quando se deparasse com caso concreto no qual o administrador ou o gestor do fundo de investimento não seja instituição financeira?

Seria aplicar, por analogia, o Enunciado nº 297 de sua Súmula a todos os administradores e gestores de fundos de investimento, sejam, ou não, instituições financeiras? Essa solução

---

[333] A mesma crítica foi feita por Mariana Sgarbi durante a vigência da Instrução CVM nº 306/1999, nos seguintes termos: "O primeiro ponto a ser salientado é que o envolvimento de instituição financeira como administradora ou gestora não ocorre em todos os tipos de fundos de investimento, uma vez que, via de regra, além da autorização da CVM para a realização de atividades de administração de carteira, não há outros requisitos formais para uma pessoa ser administradora de fundos de investimento, podendo ser física ou jurídica. O procedimento de solicitação e os requisitos para a obtenção da autorização para realização das atividades de administração de carteiras de valores mobiliários são regulados pela Instrução CVM nº 306/1999" (SGARBI, Mariana Loyola Ferreira. Fundos de investimento e Código de defesa do consumidor. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coords.). *Fundos de investimento:* aspectos jurídicos, regulamentares e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 313).

pareceria uma contradição nos próprios termos, pois estar-se-ia qualificando como instituição financeira aquele que não o é. Seria, por outro lado, conferir tratamentos distintos para os administradores e gestores que sejam instituições financeiras, em relação àqueles que não o sejam? Nesse caso, haveria uma quebra injustificável da isonomia, visto que todos exercem, perante a coletividade de cotistas, as mesmas atividades, sejam ou não instituições financeiras. Logo, essa diferenciação não se justificaria.

Portanto, conclui-se que a utilização do Enunciado nº 297 da Súmula do STJ para fundamentar a submissão da relação entre tais agentes e cotistas de fundos ao regime consumerista não é adequada, podendo inclusive gerar distorções.

Uma segunda crítica diz respeito à confusão, em repetidos precedentes do STJ, entre as atividades efetivamente desempenhadas pelo administrador ou gestor do fundo de investimento e outras atividades desempenhadas nos mercados bancários ou de valores mobiliários.

Sobre esse particular, cabe ressaltar que atividades como a indicação de investimentos a correntistas ou a verificação da adequação dos riscos de determinado tipo de fundo ao investidor não se enquadram, propriamente, dentre as atividades típicas do administrador ou gestor do fundo. Tais atividades podem ser desempenhadas pelo distribuidor de cotas do fundo de investimento (figura estudada na subseção 1.10.1 da Seção 1) que pode, ou não, ser a mesma pessoa que o administrador ou gestor. Ou podem ser, ainda, realizadas por instituição bancária da qual determinada pessoa seja correntista, que eventualmente também administrará fundos (mas não necessariamente).

Nesse cenário, nos acórdãos analisados, não foi verificado o devido cuidado na diferenciação entre tais agentes e funções, de forma a se certificar se as alegadas violações decorreriam de atividade própria de administradores ou gestores de fundos de investimento; ou, por outro lado, de atividades desempenhadas por distribuidores, instituições bancárias ou outros agentes de mercado.

Essa mistura de papéis, que se repete em diversos precedentes do STJ, é bem ilustrada pelo acórdão do Recurso Especial nº 1.326.592/GO,[334] cuja fundamentação se inicia com a afirmação de que na "administração de fundos de investimento, a instituição financeira presta um serviço bancário de intermediação entre o investidor e o mercado de capitais", prossegue afirmando que os administradores de fundos de investimento prestariam "serviço de consultoria financeira" e, ao final, reconhece-se a responsabilidade do administrador do fundo porque,

[334] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.326.592/GO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 7 maio 2019. DJe. de: 6 ago. 2019.

supostamente, o investimento teria sido realizado sem autorização expressa por parte do investidor.

No caso concreto, o investidor era correntista de instituição bancária que também funcionava como administradora do fundo em questão. Ou seja, a mesma pessoa jurídica atuava em diferentes funções. Pelo que se extrai do acórdão, o alegado dano não teve origem na atuação da instituição enquanto administradora de fundo de investimento; mas sim da recomendação inadequada de investimentos ao seu correntista e utilização indevida dos recursos deste para investir sem sua autorização. Mesmo assim, toda a fundamentação do acórdão gira em torno do fato de o agente causador do dano ser administrador do fundo de investimento – mesmo que nenhuma conduta a ele atribuída tenha sido praticada no exercício de tal atividade.

Essa confusão entre funções desempenhadas no mercado atenta contra a segurança jurídica dos agentes envolvidos, que podem vir a ser responsabilizados pela conduta de outros. No caso acima analisado, a instituição bancária e o administrador do fundo eram a mesma pessoa. Contudo, nos julgamentos de casos em que não forem, existirão precedentes do STJ que confundem funções e atividades, que poderão levar a responsabilizações equivocadas.

Como dito, o único precedente no qual o STJ parece ter atentado para essa questão foi o Recurso Especial nº 1.606.775/SP,[335] no qual se reconheceu que os deveres dos administradores de fundo não se confundiriam com os da instituição bancária que recomenda o investimento em tal fundo. Entretanto, também conforme demonstrado, esse precedente foi sucedido por outros, nos quais a confusão foi retomada.

Assim, deveria o STJ atentar para a diferenciação das atividades desempenhadas no mercado de valores mobiliários, ainda que, algumas vezes, sejam exercidas pelo mesmo agente ou por integrantes do mesmo grupo econômico. Administradores e gestores de fundos devem ser responsabilizados por condutas ilícitas praticadas no exercício de suas respectivas atividades, sob pena de se estabelecer uma indesejada jurisprudência, que só fará contribuir para a insegurança jurídica dos que atuam nessa área.

A terceira crítica consiste no fato de que o STJ, em alguns acórdãos analisados, faz referência aos investidores "profissionais", "experientes" ou "diferenciados", mas não necessariamente se valendo dos conceitos regulatórios sobre essa classificação em particular. Afinal, como deliminar objetivamente quem seriam os "investidores diferenciados, pela própria

---

[335] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.606.775/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 6 dez. 2016. DJe. de: 15 dez. 2016.

condição social e cultural" mencionados no voto do Min. Sidnei Beneti proferido em 2012?[336]

Por certo, em prol da segurança jurídica, o Tribunal deveria se valer dos critérios de qualificação e profissionalismo de investidores fixados nas normas da CVM. Contudo, não foi o que se verificou na análise jurisprudencial acima realizada.

Ainda sobre esse tema da experiência do investidor, constata-se inexistir linearidade dos precedentes do STJ acerca da relevância desse aspecto fático. Enquanto, em alguns precedentes, tal experiência consiste em elemento crucial na avaliação do Tribunal sobre a relação entre prestadores essenciais e cotistas (inclusive para eventualmente se afastar a aplicação do CDC); em outros, esse aspecto é simplesmente ignorado.

Compare-se, a título de exemplo, o Recurso Especial nº 1.525.807/RJ,[337] em que o STJ manteve a aplicação do CDC ao caso a despeito de os investidores serem qualificados; com o Recurso Especial nº 1.187.365/RO, no qual se consignou que "há, no mercado de capitais, investidores profissionais que movimentam elevada soma de forma habitual e institucionalizada, não lhes remanescendo nenhum resquício da hipossuficiência necessária à caracterização da figura do consumidor".[338]

Não se está a se defender aqui que a experiência do investidor seja critério válido para atrair ou afastar a aplicação do CDC às relações em fundos de investimento (na verdade, como será aprofundado adiante, este autor conclui no sentido de que pouco importa a qualificação do investidor para essa finalidade). Não obstante, cabe ao STJ, ao se valer de tal critério, ser coerente e linear em seus julgamentos.

Por fim, um ponto de preocupação identificado em, pelo menos, três dos acórdãos acima analisados[339] diz respeito à descrição do conceito de "má-gestão" como "operações arriscadas e temerárias" com os recursos do investidor.

Como se sabe, os riscos são inerentes ao investimento em fundos. O que varia, a depender do tipo de fundo e de sua política de investimentos, é o grau do risco ao qual o investidor se submete ao optar por investir em fundo com tais ou quais características. A possibilidade de

---

[336] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.214.318/RJ. Relator: Min. Sidnei Beneti. Brasília. Data de julgamento: 12 jun. 2012. DJe. de: 19 set. 2012.

[337] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.525.807/RJ. Relator: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 18 nov. 2019. DJe. de: 20 nov. 2019.

[338] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.187.365/RO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 22 maio 2014. DJe. de: 25 ago. 2014.

[339] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 658.608/ES. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Data de julgamento: 4 ago. 2015. DJe. de: 17 ago. 2015; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 1.140.811/RJ. Relator: Min. Marco Buzzi. Brasília. Data de julgamento: 23 fev. 2016. DJe. de: 26 fev. 2016; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.724.722/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 27 ago. 2019. DJe. de: 29 ago. 2019.

obtenção de maiores retornos financeiros depende da assunção de riscos mais elevados.

Nesse cenário, a referência a "operações arriscadas" para definir "má-gestão" parece precipitada. Há fundos cuja estratégia de investimento consiste, justamente, na realização de operações de risco, as vezes muito elevado e com possibilidade de perda integral dos recursos investidos pelos cotistas (ou, em fundos ou classes sem limitação de responsabilidade, de perdas até mesmo superiores aos recursos investidos). E isso, desde que feito nos limites da política de investimento e da regulação da CVM, nada tem de ilícito, nem pode ser comparado a "má-gestão" ou a ato "temerário".

A referência à espécie "operações arriscadas" no gênero "má-gestão" é, portanto, algo que pode ser considerado até mesmo ilógico quando se está diante de casos que envolvem investimentos no mercado de valores mobiliários e, naturalmente, a assunção de riscos pelo investidor. Teria andado melhor o Tribunal se tivesse utilizado, como critério de análise, a eventual extrapolação à política de investimentos do fundo ou às normas da CVM, conforme o caso.

Constata-se, por todo o exposto, que os fundamentos da jurisprudência do STJ sobre a responsabilidade civil de administradores e gestores de fundos de investimento – especialmente no tocante à aplicação do CDC à tal relação jurídica – estão sujeitos a críticas, como as acima colocadas.

Revisada e analisada criticamente a jurisprudência do STJ, cabe avançar no debate para avaliar a (in)compatibilidade do regime consumerista à relação entre cotista e prestadores de serviços essenciais de fundos de investimento.

2.2 **Argumentos doutrinários pela aplicabilidade do CDC**

A despeito da ampla pesquisa doutrinária realizada para fins deste trabalho, foram identificados poucos autores que defendem abertamente a aplicação do CDC às relações jurídicas entre cotistas e administradores e gestores de fundos de investimento.[340]

No que talvez tenha sido o primeiro artigo científico no qual a aplicação do CDC aos fundos de investimento foi discutida,[341] Rodrigo Alves da Silva argumentou que o contrato celebrado por quem decide investir em fundos qualifica-se como "de adesão", elemento que, aliado a outros, evidenciaria a relação de consumo existente entre o administrador e cada

---

[340] Ressalte-se que o objetivo desta subseção é de exclusivamente expor os autores que defendem a aplicação do CDC à relação entre cotista e prestadores essenciais e os principais argumentos por eles utilizados. Alguns conceitos aqui apenas mencionados serão melhor aprofundados posteriormente nas subseções subsequentes.

[341] Não se identificou, no âmbito da pesquisa realizada, trabalho anterior ao de Rodrigo Alves da Silva dedicado especificamente ao tema dos fundos de investimento à luz do Direito do Consumidor.

cotista.[342]

O autor se apega, ainda, às então recentes decisões dos Tribunais reconhecendo a aplicabilidade do CDC aos contratos e operações bancárias.[343] À época, o mercado de fundos de investimento era substancialmente mais restrito, de forma que a maior parte dos fundos disponíveis ao público em geral eram aqueles oferecidos por grandes instituições bancárias aos seus correntistas.

Da mesma forma, discorre acerca dos conceitos de "consumidor" e de "fornecedor" previstos no CDC para concluir que os cotistas se enquadrariam no primeiro, enquanto os administradores se inseririam no segundo. A tais enquadramentos é acrescida a ponderação de que os investidores seriam vulneráveis, sob o ponto de vista técnico, jurídico e fático, quando comparados às instituições administradoras de fundos.[344] Assim, Rodrigo Alves da Silva conclui afirmando estarem presentes os elementos a justificar a extensão da "tutela protetiva do Código de Defesa do Consumidor aos investidores, que celebram contratos de adesão com as instituições administradoras de fundos de investimento".[345]

Tal posição voltou a ser defendida alguns anos depois por Roberto Pfeiffer, que partiu da premissa de que fundos sempre seriam administrados por "empresas pertencentes ao Sistema Financeiro Nacional" e que o Supremo Tribunal Federal (STF) teria decidido pela constitucionalidade do art. 3º, parágrafo segundo, do CDC no tocante à referência de tal dispositivo às atividades de natureza bancária.[346-347]

Não obstante, o mencionado autor ponderou que a aplicação do CDC só deveria ocorrer nos casos em que o cotista fosse "um investidor ocasional, que não desenvolve a atividade de

---

[342] "Dessa forma, verifica-se a inexistência de discussões prévias acerca do conteúdo do contrato. Não há fase de negociações preliminares, inexistindo, portanto, tratativas individuais. Ao cotista-investidor cabe apenas aceitar o contrato por inteiro ou recusá-lo integralmente. A recusa implica em deixar de usufruir dos serviços prestados pelo administrador do investimento" (SILVA, Rodrigo Alves da. Os fundos de investimento financeiro à luz do Código de Defesa do Consumidor: a proteção jurídica do investidor. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, n. 17, p. 217-281, jan./mar. 2004. p. 14, versão eletrônica).

[343] Ibidem, p. 27, versão eletrônica.

[344] Ibidem, p. 34-35, versão eletrônica.

[345] Tais elementos são, basicamente, os seguintes: (a) serviço prestado com habitualidade e profissionalismo pelo administrador ao cotista, que se remunera pelo pagamento de taxa de administração; (b) oferta do serviço ao público de modo amplo e geral, por meio de contrato de adesão; e (c) os investidores aderentes integrariam o polo menos favorecido da relação contratual (Ibidem, p. 36, versão eletrônica).

[346] PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Aplicação do código de defesa do consumidor aos administradores de fundos de investimentos. *Revista de Direito do Consumidor*, São Paulo, v. 16, n. 61, p. 190-202, jan./mar. 2007. p. 2-3, versão eletrônica.

[347] BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Tribunal Pleno. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.591-1/DF. Relator para acórdão: Min. Eros Grau. Brasília. Data de julgamento: 7 jun. 2006. DJ.: 29 set. 2006.

investimento de maneira reiterada e profissional".[348] Assim, descartou a incidência do regime consumerista quando o investimento fosse realizado no curso do desempenho de atividade empresarial (como seriam os casos de entidades de *private equity* e fundos de pensão, dentre outros).[349]

O trabalho mais completo no qual se defende que as relações em fundos de investimento devem ser regidas pelo Direito do Consumidor consiste na obra de Fernando Estevam Bravin Ruy.[350] Nesta, o autor não limita sua análise aos administradores dos fundos de investimento, contemplando diversas outras entidades atuantes no mercado bancário e no de valores mobiliários que estabelecem vínculos com o investidor. Essa abordagem mais ampla, inclusive, é possivelmente a razão pela qual parte dos argumentos de Fernando Ruy não se relacionam com a atuação do administrador do fundo de investimento propriamente dita.

Com efeito, afirma o autor que os vínculos estabelecidos nas contratações no mercado de capitais e nos fundos de investimento inserem-se nas relações de consumo "nos mesmos termos gerais da relação consumerista de bens e serviços",[351] uma vez que "os serviços dos agentes financeiros configuram-se inequivocamente como atividade ofertada e fornecida indistintamente ao mercado de consumo, mediante remuneração".[352]

Para justificar sua posição no caso específico dos administradores de fundos de investimento, Fernando Ruy afirma que tais agentes seriam fornecedores de serviços financeiros, sujeitos ao mencionado art. 3º, parágrafo segundo, do CDC. Reforça seu argumento na constatação de que o administrador seria remunerado pela prestação dos serviços. Por outro lado, afirma que o investidor seria consumidor na acepção do art. 2º do CDC, por receber os serviços do administrador como destinatário final.[353]

Finalmente, o autor descarta a lógica segundo a qual o objetivo de lucro do investidor ao contratar os serviços de um administrador de fundos de investimento descaracterizaria seu

---

348 "Aliás, a própria dinâmica de grande parte dos fundos de investimento administrados pelos bancos de varejo reforça a conclusão de incidência de relação de consumo com tais investidores ocasionais. Com efeito, na maioria dos casos são os bancos de varejo, por intermédio de empresas subsidiárias, que constituem o fundo e ofertam aos seus clientes a possibilidade de aquisição de quotas. Assim, na realidade, as instituições financeiras incluem a administração do fundo na ampla gama de serviços oferecidos aos seus correntistas. Entendo, assim, que nas hipóteses em que os clientes bancários transformam-se em investidores ocasionais, sem efetivarem a aquisição de quotas de maneira profissional ou no bojo do desenvolvimento ou dinamização de uma atividade empresarial, fica patente a sua caracterização como consumidores" (PFEIFFER, op. cit., p. 6, versão eletrônica).

349 Ibidem, p. 6.

350 RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do investidor-consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimentos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

351 Ibidem, p. 26.

352 Ibidem, p. 40.

353 Ibidem, p. 45-47.

enquadramento como consumidor. Em seu entendimento, tratando-se de atividade exercida no mercado de capitais, a "destinação final" dos serviços seria, justamente, a pretensão de lucro.[354]

A obra de Fernando Ruy ganha importância por ser uma das poucas referências doutrinárias utilizadas pelo STJ para fundamentar os precedentes acima analisados.[355] Contudo, percebe-se ausência de sistematização nos argumentos do autor para defender a aplicação do CDC especificamente aos administradores de fundos de investimento, com base nas atividades por estes efetivamente desempenhadas. Assim como se criticou na jurisprudência do STJ, percebe-se que há confusão entre papéis de diferentes entes, bem como que os argumentos utilizados para permitir a aplicação do CDC às relações com instituições bancárias não necessariamente se aplicam a todas as atividades desempenhadas no mercado.

Inclusive, um dos únicos autores com posicionamento alinhado com o STJ, mas que se atentaram para o fato de que administradores de carteira não são necessariamente instituições financeiras, foi Mariana Sgarbi. Para a autora, entretanto, tal fato não teria o condão de afastar a relação mantida com os cotistas do regime consumerista. Em sua concepção, o cotista seria destinatário final dos serviços prestados por tal agente; ao passo que o administrador (e o gestor) deve ser considerado fornecedor de serviços no mercado de consumo.[356]

Não obstante a conclusão alcançada, a autora registrou ser importante que os aplicadores do direito tenham parcimônia ao levar o regime jurídico do CDC aos fundos de investimento. Em suas palavras, caso essa parcimônia não seja observada, "[...] um instituto construído para democratizar os investimentos no mercado financeiro e proporcionar ao pequeno poupador a possibilidade de diversificação de suas aplicações acabará por não cumprir seu papel", uma vez que "a insegurança jurídica acarretará aumento nos custos de transação".[357]

---

354 "Os parâmetros do sistema financeiro são aplicáveis ao mercado de capitais e aos fundos de investimento, atendendo à peculiaridade de que as prestações dos serviços de investimentos estão voltadas para um agente consumidor que, apesar de não profissional, simplesmente pretende obter lucro. Essa é a grande diferença. O serviço é prestado a um destinatário final, que tem a precípua intenção de obter lucro, sem que por essa razão se descaracterize o conceito estabelecido no artigo 2º, do Código de Defesa do Consumidor" (Ibidem, p. 115).

355 Dentre os acórdãos que referenciam o mencionado autor: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.131.073/MG. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 5 abr. 2011. DJe. de: 13 jun. 2011; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.214.318/RJ. Relator: Min. Sidnei Beneti. Brasília. Data de julgamento: 12 jun. 2012. DJe. de: 19 set. 2012; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.187.365/RO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 22 maio 2014. DJe. de: 25 ago. 2014.

356 "Portanto, os administradores e gestores de carteira dos fundos de investimento, instituições financeiras ou não, poderão ser enquadrados no conceito de fornecedores de serviço e, estando o investidor enquadrado como consumidor, aplicável o CDC às relações entre estes" (SGARBI, Mariana Loyola Ferreira. Fundos de investimento e Código de defesa do consumidor. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coords.). *Fundos de investimento:* aspectos jurídicos, regulamentares e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 313-315).

357 Ibidem, p. 320.

Carlos Alexandre Corrêa Leite, Yanko Marcius de Alencar Xavier e Fabrício Germano Alves, a seu turno, fazem coro a argumentos favoráveis à atração do regime consumerista, afirmando, resumidamente que (a) o CDC incide sobre relações em diversos mercados, desde que caracterizado um consumidor e um fornecedor em polos distintos; (b) o vínculo entre cotistas e administradores de fundo de investimento não seria de natureza societária; e (c) o fato de o investimento em fundos ser regido por lei especial (a Lei nº 6.385/1976) e fiscalizado por autoridade específica (a CVM) não seria suficiente para afastar a incidência das normas do Direito do Consumidor.[358] Afirmam os referidos coautores, ainda, que a vulnerabilidade do investidor dos fundos de investimento deve ser apurada em cada caso, com base em aspectos fáticos, técnicos e econômicos.

Finalmente, Carlos Henrique Batista é um dos poucos a promover análise dos precedentes do STJ sobre a matéria, afirmando que "ao menos do ponto de vista da jurisprudência" a "polêmica" acerca da aplicação do regime consumerista aos fundos de investimento estaria superada. O autor não apresenta outros argumentos para defender seu entendimento para além dos constantes das decisões do STJ, já explicitados (seu artigo científico tem enfoque nas consequências da aplicação desse regime).[359]

Em conclusão, a partir dos trabalhos acima mencionados, podem ser sistematizados os seguintes principais argumentos utilizados por aqueles que sustentam a aplicação do CDC à relação entre cotista e prestadores essenciais de fundos de investimento: (a) existência de vinculação dos cotistas aos prestadores de serviços essenciais a partir da celebração de contrato de adesão; (b) submissão das instituições financeiras às normas consumeristas diante do disposto no art. 3º, parágrafo segundo, do CDC; (c) caracterização do administrador e do gestor como prestadores de serviço aos cotistas e, portanto, fornecedores; (d) caracterização dos cotistas como destinatários finais dos serviços prestados e, portanto, consumidores; e, enfim, (e) a necessidade de verificação da vulnerabilidade do cotista no caso concreto, excluindo-se, no entendimento de alguns, a aplicação do CDC nos casos em que o cotista invista profissionalmente ou possua certo grau de sofisticação.

Como se vê, a sustentação doutrinária da incidência do CDC à relação jurídica em

---

[358] LEITE, Carlos Alexandre Corrêa; XAVIER, Yanko Marcius de Alencar; ALVES, Fabrício Germano. Código de Defesa do Consumidor aplicado aos fundos de investimento: deveres e responsabilidade do administrador. *Revista Jurídica da Presidência [recurso eletrônico]*, Brasília, v. 17, n. 112, p. 259-291, jun./set. 2015. p. 274-275.

[359] BATISTA, Carlos Henrique. A aplicação do Código de Defesa do Consumidor na proteção dos investidores de fundos de investimento, de acordo com a jurisprudência do STJ. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 19, n. 74, p. 137-160, out./dez. 2016. p. 2-3, versão eletrônica.

análise se assemelha, em parte, aos fundamentos utilizados pelo STJ em suas decisões (e, portanto, estão sujeitos às mesmas críticas colocadas na subseção anterior). Não obstante, alguns autores se atentam para ponto pouco explorado nos precedentes do Tribunal, consistente na verificação se o cotista se enquadra no conceito de consumidor; e se o gestor e o administrador podem ser caracterizados como fornecedores. Nesse sentido, as subseções seguintes se destinam a detalhar essa relevante análise.

2.3 **Considerações sobre o conceito de consumidor no CDC**

O CDC, em seu art. 2º, *caput*, conceitua consumidor como toda pessoa que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final.[360] Tal conceito não diferencia a pessoa natural (física) da pessoa jurídica; os adquirentes dos produtos dos seus usuários; os nacionais dos estrangeiros; nem, no tocante ao objeto da relação de consumo, os produtos dos serviços.[361-362]

A doutrina registra que o conceito legal de consumidor é composto por três elementos cumulativos: (a) um subjetivo (presença de uma pessoa natural ou jurídica); (b) outro objetivo (aquisição ou utilização de produto ou serviço); e (c) um terceiro teleológico (finalidade da aquisição ou utilização do produto ou serviço).[363] Dada a amplitude dos dois primeiros elementos, as principais discussões acerca dessa conceituação giram em torno de avaliar quem seria o "destinatário final" a que se refere a última parte do comando normativo, sendo pertinente analisar as duas principais teorias explicativas desse elemento teleológico: a finalista e a maximalista.

De acordo com a *teoria finalista*, a destinação final de produtos ou serviços consiste na utilização destes pelo próprio agente ou sua família, em caráter não profissional. Propõe-se, assim, que a noção de destinação final, inerente ao conceito de consumidor, seja interpretada

---

360 "A definição estampada no *caput* do referido artigo é denominada pela doutrina de '*consumidor stricto sensu*' ou '*standard*', em contraposição aos consumidores equiparados" (GARCIA, Leonardo Medeiros. *Código de Defesa do Consumidor Comentado Artigo por Artigo*. 13. ed. Salvador: JusPODIVM, 2016. p. 27). Apenas para fins de registro, as figuras equiparadas ao consumidor estão previstas (a) no art. 2º, parágrafo único, segundo o qual equipara-se a consumidor a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo; (b) para fins de responsabilização por fatos do produto ou serviço, no art. 17, que equipara a consumidor todas as vítimas do evento; e (c) no tocante às práticas comerciais, no art. 29, segundo o qual equiparam-se aos consumidores todas as pessoas determináveis ou não, expostas às práticas em questão. De todo modo, o estudo em tela se aterá ao conceito do consumidor propriamente dito.

361 TARTUCE, Flávio; NEVES, Daniel Amorim Assumpção. *Manual de Direito do Consumidor:* Direito Material e Processual. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 93-95, versão eletrônica.

362 MARQUES, Claudia Lima. Campo de Aplicação do CDC. In: BENJAMIN, Antonio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 159-160, versão eletrônica.

363 GARCIA, op. cit., p. 27.

de modo restritivo.[364]

A destinação final, interpretada restritivamente, deve ser fática e econômica (de forma cumulativa). A primeira consiste na constatação de que o consumidor deve ser o último integrante da cadeia de consumo ("ou seja, depois dele, não há ninguém na transmissão do produto ou serviço"). A segunda significa dizer que o consumidor não deve utilizar o produto ou serviço para o lucro, repasse ou transmissão onerosa.[365] Vale transcrever, nesse ponto, as recorrentemente lembradas lições de Claudia Lima Marques:

> Para os finalistas, como eu, a definição de consumidor é o pilar que sustenta a tutela especial, agora concedida aos consumidores. Esta tutela só existe porque o consumidor é a parte vulnerável nas relações contratuais no mercado, como afirma o próprio CDC no art. 4.°, inciso I. Logo, conviria delimitar claramente quem merece esta tutela e quem não necessita dela, quem é consumidor e quem não é. Os finalistas propõem, então, que se interprete a expressão "destinatário final" do art. 2.° de maneira restrita, como requerem os princípios básicos do CDC, expostos nos arts. 4.° e 6.°.
> [...]
> Esta interpretação restringe a figura do consumidor àquele que adquire (utiliza) um produto para uso próprio e de sua família, consumidor seria o não profissional, pois o fim do CDC é tutelar de maneira especial um grupo da sociedade que é mais vulnerável. Parece-me que, restringindo o campo de aplicação do CDC àqueles que necessitam de proteção, ficará assegurado um nível mais alto de proteção para estes, pois a jurisprudência será construída em casos em que o consumidor era realmente a parte mais fraca da relação de consumo, e não sobre casos em que profissionais-consumidores reclamam mais benesses do que o direito comercial já lhes concede. As exceções, sempre nesta visão teleológica, devem ser estudas pelo Judiciário, reconhecendo a vulnerabilidade de uma pequena empresa ou profissional que adquiriu, uma vez que a vulnerabilidade pode ser fática, econômica, jurídica e informacional, por exemplo, um produto fora de seu campo de especialidade (uma farmácia); interpretar o art. 2.° de acordo com o fim da norma, isto é, proteção ao mais fraco na relação de consumo, e conceder a aplicação das normas especiais do CDC analogicamente também a estes profissionais. Note-se que neste caso se presume que a pessoa física seja sempre consumidora frente a um fornecedor e se permite que a pessoa jurídica vulnerável prove sua vulnerabilidade.[366]

Ainda sobre a teoria finalista, Leonardo Medeiros Garcia faz importante observação sobre o caso das pessoas jurídicas, abarcadas no conceito de consumidor do CDC. Isso porque, em princípio, qualquer serviço ou produto adquirido pela pessoa jurídica poderia ser considerado pertinente à atividade econômica por ela desempenhada, do que decorreria uma aparente impossibilidade de enquadramento na noção de destinação final segundo a teoria finalista. Assim, como forma de não tornar inócua a referência às pessoas jurídicas no caput do art. 2º do CDC, passou-se a levar em consideração, nesses casos, se o produto ou serviço por ela adquirido é usado como insumo em sua produção. Caso seja parte do processo produtivo, a pessoa

---

364 MARQUES, op. cit., p. 161, versão eletrônica.
365 TARTUCE; NEVES, op. cit., p. 96, versão eletrônica.
366 MARQUES, op. cit., p. 161-162, versão eletrônica.

jurídica não deve ser considerada consumidora. Caso não o seja, pode ser configurada relação de consumo.[367]

Sob outra perspectiva, no entendimento dos adeptos da *teoria maximalista*, o CDC deve servir para regular a sociedade de consumo como um todo,[368] isto é, deve ser utilizado como o novo regulamento do mercado de consumo brasileiro, tendo abrangência muito superior àquela pretendida pelos finalistas.[369]

Segundo essa vertente, destinatário final seria simplesmente o destinatário fático do produto ou serviço, pouco importando a destinação econômica que se dê a eles. Deve ser irrelevante, inclusive, se o consumidor tem, ou não, intenção de lucro ao contratar o produto ou serviço.[370]

A crítica que se faz à teoria maximalista consiste no fato de que, caso fosse adotada, o Direito do Consumidor abarcaria praticamente a totalidade das relações privadas. Novamente nas palavras de Claudia Lima Marques, essa visão transformaria "o direito do consumidor em direito privado geral, pois retira do Código Civil quase todos os contratos comerciais, uma vez que comerciantes e profissionais consomem de forma intermediária insumos para a sua atividade-fim, de produção e de distribuição".[371]

Até a edição do Código Civil de 2002, eram identificadas decisões do STJ que se utilizavam da teoria maximalista ao delimitar o conceito de consumidor,[372] embora o tema não estivesse pacificado. Após a edição do Código, o Tribunal consolidou seu posicionamento pela utilização da teoria finalista para explicar a noção de "destinatário final".[373] Contudo, não se

---

367 GARCIA, op. cit., p. 29.
368 Ibidem, loc. cit.
369 MARQUES, op. cit., p. 164, versão eletrônica.
370 GARCIA, op. cit., p. 29.
371 MARQUES, op. cit., p. 165, versão eletrônica.
372 Cabe citar a ementa do seguinte precedente, mencionado por Leonardo Medeiros Garcia em sua obra: "A expressão 'destinatário final' constante da parte final do art. 2º do Código de Defesa do Consumidor, alcança o produtor agrícola que compra adubo para o preparo do plantio, à medida que o bem adquirido foi utilizado pelo profissional, encerrando-se a cadeia produtiva respectiva, não sendo objeto de transformação ou beneficiamento" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 208.793/MT. Relator: Min. Carlos Alberto Menezes Direito. Brasília. Data de Julgamento: 18 nov. 1999. DJ. de: 1º ago. 2000).
373 Dentre todos, vale mencionar os seguintes acórdãos citados por Claudia Lima Marques em sua obra: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.038.645/RS. Relator: Min. Sidnei Beneti. Brasília. Data de Julgamento: 19 out. 2010. DJe. de: 24 nov. 2010; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 982.492/SP. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de Julgamento: 27 set. 2011. DJe. de: 17 out. 2011; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Embargos de Declaração no Recurso Especial nº 1.196.541/RJ. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Brasília. Data de Julgamento: 3 mar. 2011. DJe. de: 15 mar. 2011; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1.049.012/MG. Relator: Min. João Otávio de Noronha. Brasília. Data de Julgamento: 25 maio 2010. DJe. de: 8 jun. 2010; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1.557.043/SP. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Data de Julgamento: 26 mar. 2019. DJe. de: 11 abr. 2019.

trata da teoria finalista "pura", mas de uma versão "aprofundada" ou "aprimorada" da teoria finalista.

A *teoria finalista aprofundada*, como se denominou essa construção que decorreu principalmente da jurisprudência do STJ, coloca a vulnerabilidade no cerne da noção de consumidor. A vulnerabilidade consiste em uma situação – seja permanente ou provisória; individual ou coletiva – que fragiliza o sujeito de direitos em relação a outro, desequilibrando a relação de consumo, a ponto de ensejar a necessidade de proteção do sujeito fragilizado.[374]

Logo, embora se reconheça que, em regra, consumidor deva ser apenas o destinatário final fático e econômico do produto ou serviço; a existência – no caso concreto – de uma parte vulnerável no polo contrário ao do fornecedor deve ser levada em consideração na análise da incidência do CDC, tanto para atrair o regime consumerista para determinadas relações nas quais, exclusivamente com base na teoria finalista pura, ele não se aplicaria; quanto para excluir determinadas relações que se revelem paritárias das regras do Direito do Consumidor.

Nesse contexto, a doutrina e o STJ apontam quatro principais tipos de vulnerabilidade do consumidor, sem prejuízos de outras que podem se verificar no caso concreto:[375] (a) a vulnerabilidade técnica, verificada quando o comprador ou tomador não possui conhecimentos técnicos sobre o produto ou serviço e, assim, pode ser enganado quanto às suas características;[376] (b) a vulnerabilidade jurídica ou científica, que consiste na falta de conhecimentos jurídicos, econômicos ou contábeis específicos;[377] (c) a vulnerabilidade fática ou socioeconômica,

---

374 "[...] vulnerabilidade é uma situação permanente ou provisória, individual ou coletiva, que fragiliza, enfraquece o sujeito de direitos, desequilibrando a relação de consumo. Vulnerabilidade é uma característica, um estado do sujeito mais fraco, um sinal de necessidade de proteção" (MARQUES, op. cit., p. 169, versão eletrônica).

375 "Todavia, a despeito da identificação *in abstracto* de todas essas espécies de vulnerabilidade, não há como ignorar que a casuística poderá apresentar novas formas de vulnerabilidade aptas a atrair a incidência do CDC à relação de consumo. Com efeito, não se pode olvidar que a vulnerabilidade não se define tão-somente pela capacidade técnica, nível de informação/cultura ou valor do contrato em exame. Todos esses elementos podem estar presentes e o comprador ainda assim ser vulnerável pela dependência do produto, pela natureza adesiva do contrato imposto, pelo monopólio da produção do bem ou sua qualidade insuperável, pela extremada necessidade do bem ou serviço; pelas exigências da modernidade atinentes à atividade, entre outros fatores. Em síntese, numa relação interempresarial, para além das hipóteses de vulnerabilidade já consagradas pela doutrina e pela jurisprudência, a relação de dependência de uma das partes frente à outra pode, conforme o caso, caracterizar uma vulnerabilidade legitimadora da aplicação da Lei nº 8.078/90, mitigando os rigores da teoria finalista e autorizando a equiparação da pessoa jurídica compradora à condição de consumidora" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.195.642/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de Julgamento: 13 nov. 2012. DJe. de: 21 nov. 2012).

376 A vulnerabilidade técnica é presumida para o consumidor não profissional, mas também pode ser verificado, no caso concreto, quando o destinatário final do produto ou serviço for profissional (MARQUES, op. cit., p. 171, versão eletrônica).

377 Essa modalidade de vulnerabilidade também é presumida para o consumidor não profissional e para o consumidor pessoa natural. No caso do consumidor pessoa jurídica ou profissional, presume-se o contrário: que estes devem possuir tais conhecimentos mínimos ou devem poder obtê-los previamente à contratação de fornecedor (Ibidem, p. 174, versão eletrônica).

que decorre da posição de superioridade do fornecedor em face do consumidor, em decorrência de monopólio, do porte econômico do fornecedor ou da essencialidade do produto ou serviço; e, a mais importante de todas, (d) a vulnerabilidade informacional, considerada a vulnerabilidade básica e intrínseca a qualquer consumidor.

A vulnerabilidade informacional decorre da evolução social e tecnológica da sociedade. Não se trata, aqui, da ausência de conhecimento técnico sobre um produto ou serviço (o que estaria abarcado na vulnerabilidade técnica), mas da falta de controle sobre dados e informações, cada vez mais abundantes nas relações sociais. Atualmente, com acesso a inúmeros meios informacionais, reduz-se a importância da falta quantitativa de informações e ganha relevância a questão da qualidade e controle da informação. Presume-se, então, que, nas relações de consumo, o consumidor é aquele que não detém o controle da informação, o que representa grande fator de desequilíbrio em comparação com o fornecedor.[378-379]

Em resumo, sabe-se que o conceito de consumidor é tema extremamente delicado, sendo verdadeiro desafio resumir as principais discussões em poucas páginas. Não obstante, partindo-se do pressuposto de que, atualmente, a jurisprudência do STJ está sedimentada no sentido da utilização da teoria finalista aprofundada na delimitação da definição a que se refere o art. 2º, *caput*, do CDC, há que se reiterar duas observações importantes sobre a referida definição, para os fins deste trabalho.

Em primeiro lugar, para os adeptos da teoria finalista, o objetivo de lucro do adquirente ou tomador de determinado produto ou serviço é elemento considerado relevante para se identificar a presença do consumidor em um dos polos da relação. Como acima mencionado, aquele

---

[378] "Em resumo, na sociedade atual é na informação que está o poder, a falta desta representa intrinsecamente um *minus*, uma vulnerabilidade quanto mais importante for esta informação detida pelo outro. Parece-me, pois, útil – mesmo sob pena de alguma repetição – incluir algum comentário sobre esta espécie de vulnerabilidade, a informativa, que é intrínseca à relação de consumo. Esta vulnerabilidade informativa não deixa, porém, de representar hoje o maior fator de desequilíbrio da relação vis-à-vis os fornecedores, os quais, mais do que experts, são os únicos verdadeiramente detentores da informação. Presumir a vulnerabilidade informacional (art. 4.°, I, do CDC) significa impor ao fornecedor o dever de compensar este novo fator de risco na sociedade. Aqui, mais do que técnica, jurídica ou fática, esta vulnerabilidade é essencial à dignidade do consumidor, principalmente enquanto pessoa física" (Ibidem, p. 181-182, versão eletrônica).

[379] "Além das três espécies acima, nosso atual estágio de evolução social e tecnológica trouxe relevo também para a vulnerabilidade informacional. O que antes podia ser considerado uma espécie de vulnerabilidade técnica, ganhou importância e individualidade com a denominada era da informação ou era digital, período que sucede a era industrial e que se caracteriza pela troca de informações de maneira globalizada e em tempo real. Isso, de um lado, implicou amplo acesso à informação, mas, por outro, conferiu enorme poder àqueles que detêm informações privilegiadas. Essa realidade, aplicada às relações de consumo – em que a informação sobre o produto ou serviço é essencial ao processo decisório de compra – evidencia a necessidade de se resguardar a vulnerabilidade informacional do consumidor. Note-se que, no mais das vezes, o problema não está na quantidade de informação disponibilizada, mas na sua qualidade, sobretudo quando há manipulação e controle pelo fornecedor, influenciando diretamente na decisão do consumidor" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.195.642/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de Julgamento: 13 nov. 2012. DJe. de: 21 nov. 2012).

que contrata no mercado visando lucro não deve, em princípio, ser considerado consumidor à luz da teoria finalista. Em segundo lugar, a concepção atual de consumidor perpassa, necessariamente, pela necessidade de tutela de sua situação de vulnerabilidade pela legislação consumerista.

Essas observações são relevantes pois, como se verá adiante, os cotistas do fundo de investimento são pessoas que atuam com intuito de lucro; ao mesmo tempo em que a proteção a eles conferida pela legislação, seus direitos e prerrogativas em face do administrador e do gestor do fundo, afastam a vulnerabilidade que justificaria a atração do CDC.

2.4 **Considerações sobre os conceitos de fornecedor e de serviços no CDC**

O conceito de fornecedor previsto no CDC é muito mais "simples" – no sentido de ensejar menos discussões – do que a definição de consumidor acima analisada.

Com efeito, afirma a doutrina que o art. 3º do CDC adotou, propositalmente, conceituação abrangente de fornecedor, ao prever, sem grandes delimitações, que este seria "toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços".

Para Rizatto Nunes, "[a] leitura pura e simples desse *caput* já é capaz de nos dar um panorama da extensão das pessoas enumeradas como fornecedoras", esclarecendo, ainda, que "[n]ão há exclusão alguma do tipo de pessoa jurídica, já que o CDC é genérico e busca atingir todo e qualquer modelo".[380] Na mesma linha, Sylvio Capanema, José Guilherme Vasi e Thiago Neves esclarecem que "em relação ao fornecedor, o Código procurou ser o mais abrangente possível" e que a própria *ratio essendi* da norma contida no art. 3º do CDC seria de "ampliar, ao máximo, o conceito de fornecedor".[381]

A amplitude do conceito é corroborada pela referência legal a inúmeros agentes que desenvolvam atividade econômica, o que inclui as pessoas naturais e jurídicas brasileiras, sejam elas de direito público ou privado; mas também pessoas estrangeiras que ofereçam produtos ou

---

[380] NUNES, Rizatto. *Curso de Direito do Consumidor*. 14. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 47, versão eletrônica.

[381] SOUZA, Sylvio Capanema de; WERNER, José Guilherme Vasi; NEVES, Thiago Ferreira Cardoso. *Direito do Consumidor*. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 26, versão eletrônica.

serviços no Brasil;[382] e até mesmo os entes despersonificados (conceito estudado na subseção 1.6 da Seção 1 deste trabalho).[383]

Há quem diferencie, para fins classificatórios, as figuras do fornecedor imediato e dos fornecedores mediatos. O primeiro consiste naquele que diretamente estabelece relação contratual com o destinatário final dos produtos e serviços (o consumidor); ao passo que os segundos consistem nos demais integrantes da cadeia econômica da atividade desempenhada (ou seja, da cadeia de fornecimento).[384]

Sobre esse particular, o Direito do Consumidor excepciona a tradicional regra de relatividade das relações contratuais, com base na qual afirma-se que apenas a parte contratante possui dever de indenizar em caso de violação do contrato ou dano por ela causado.[385] Assim, nas relações de consumo, a responsabilidade poderá abarcar tanto o fornecedor imediato, quanto os demais integrantes da cadeia de fornecimento (considerados fornecedores mediatos), no objetivo de se priorizar a reparação do consumidor.

Extremamente pertinente é a observação de Cláudia Lima Marques ao afirmar que as definições de consumidor e fornecedor são relacionais, no sentido de que ambos só existem no âmbito de uma relação específica de consumo. Se não há fornecedor no outro polo da relação, não há que se falar em consumidor. Por outro lado, inexistindo consumidor em um dos polos, aquele que desenvolve determinada atividade não será considerado, naquela relação específica, um fornecedor. A existência de um fornecedor em um polo da relação, assim, pressupõe a presença de um consumidor no outro, e vice-versa.[386]

---

382 "Corajosa e louvável foi a expressa inclusão das pessoas jurídicas estrangeiras, desde que o produto ou o serviço sejam fornecidos no Brasil ou aqui se produzam os seus efeitos" (Ibidem, p. 26, versão eletrônica).

383 "Alude, ainda, o art. 3º aos entes despersonalizados, também denominados pessoas formais, e que não ostentam personalidade jurídica, embora sejam dotadas de legitimidade a*d causam* e *ad processum*, como são os exemplos da família, da massa falida, do condomínio, do espólio ou dos grupos de consórcio. Nas relações de consumo, portanto, podem se incluir os produtos ou serviços prestados pela massa falida, que esteja autorizada a continuar a explorar sua atividade econômica, ou por uma sociedade de fato" (Ibidem, p. 26, versão eletrônica).

384 LISBOA, Roberto Senise. *Responsabilidade Civil nas Relações de Consumo.* 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 140-145, versão eletrônica.

385 "Nas relações contratuais, o modelo clássico de responsabilidade civil restringe o dever de reparar o dano tão somente em desfavor do contratante que se responsabiliza pelo prejuízo. No entanto, a massificação contratual e a reavaliação dos princípios gerais dos contratos acarretam a necessidade de se proceder a uma readequação do princípio da relatividade dos efeitos, para o atendimento da função social do contrato. Pouco importando a sua natureza contratual ou extracontratual, estende-se a responsabilidade civil nas relações de consumo sobre todos os fornecedores da cadeia econômica, tanto o direto como os indiretos. Esse fenômeno representa, nos contratos de consumo, a quebra do princípio da relatividade dos efeitos (*res inter alios*). Justifica-se a responsabilidade daquele que não integrou a relação contratual na necessidade de se atender à função social do contrato e de se obter a reparação do dano em favor do consumidor lesado" (LISBOA, op. cit., p. 142-143, versão eletrônica).

386 "E mais: a definição subjetiva neste novo direito privado solidário é relacional: assim um leigo, um civil

Nos termos da parte final do *caput* do art. 3º do CDC, o conceito de fornecedor está atrelado aos de "produtos" e "serviços", que se encontram nos parágrafos do mesmo dispositivo legal. Novamente com uso de linguagem abrangente, produto é conceituado como "qualquer bem, móvel ou imóvel, material ou imaterial" (parágrafo primeiro); ao passo que serviço é "qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista" (parágrafo segundo). Para fins deste trabalho, é relevante a definição legal de serviço.

Diz-se que o legislador, no parágrafo segundo acima mencionado, foi intencionalmente sucinto, de forma a permitir a interpretação mais aberta possível do conceito de serviço. Tanto é assim que as únicas restrições que parecem ter sido colocadas consistem no requisito de que se trate de uma "atividade fornecida no mercado de consumo" (do que decorre a exigência de que haja alguma reiteração e habitualidade do serviço prestado); e na existência de uma remuneração ao fornecedor. De resto, o mencionado dispositivo legal contempla um pequeno rol exemplificativo de atividades que estão abarcadas nesse conceito de serviço (as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária) e excepciona os serviços prestados no âmbito de relações trabalhistas.[387]

Sobre a questão da remuneração do fornecedor, se entende que esta pode abranger tanto as remunerações diretas, quanto as indiretas, cada vez mais comuns nas relações de consumo. Remunerações indiretas são aquelas nas quais, embora não haja um pagamento direto de uma quantia pelo consumidor ao fornecedor em razão da atividade, sabe-se que esta não consiste em

---

frente a outro civil, será uma relação puramente de direito civil; o mesmo civil frente a um empresário, ou fornecedor, será uma relação de consumo; e este empresário ou profissional, talvez no mesmo tipo contratual de compra e venda, de transporte de coisas, de mandato, se frente a outro empresário ou profissional, será uma relação empresarial ou do antigo direito comercial [...] O campo de aplicação do CDC ou a relação de consumo (contratual e extracontratual) é sempre entre um consumidor e um fornecedor, é um campo de aplicação relacional [...] Mister, por fim, repetir que o conceito de consumidor, no novo direito privado brasileiro, não deixa de ser também um conceito relacional, como vimos no número anterior: o consumidor aparece quando há um fornecedor na relação" (MARQUES, op. cit., p. 156-160, versão eletrônica).

[387] "Quanto ao fornecimento de serviços, a definição do art. 3.° do CDC foi mais concisa e, portanto, de interpretação mais aberta: menciona apenas o critério de desenvolver atividades de prestação de serviços. Mesmo o § 2.° do art. 3.° define serviço como 'qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração', não especificando se o fornecedor necessita ser um profissional, bastando que esta atividade seja habitual ou reiterada. Segundo a doutrina brasileira, fornecer significa 'prover, abastecer, guarnecer, dar, ministrar, facilitar, proporcionar' – trata-se, portanto, de uma atividade independente de quem realmente detém a propriedade dos eventuais bens utilizados para prestar o serviço e seus deveres anexos. A expressão 'atividades', no caput do art. 3.°, parece indicar a exigência de alguma reiteração ou habitualidade, mas fica clara a intenção do legislador de assegurar a inclusão de um grande número de prestadores de serviços no campo de aplicação do CDC, à dependência única de ser o cocontratante um consumidor. Sendo que, como serviço, o § 2.° do art. 3.° entende também as atividades de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, ficando excluídas apenas as de caráter trabalhista" (MARQUES, op. cit., p. 193, versão eletrônica).

uma mera benesse de um agente a outro. O fornecedor, nesses casos, está se remunerando de outras maneiras por aquele fornecimento aparentemente gratuito (como, por exemplo, mediante coleta de dados do consumidor ou pela facilitação e incentivo de que o consumidor venha a adquirir outros produtos ou serviços).[388]

Concluindo a análise do conceito de fornecedor no CDC, resta fazer breve consideração sobre as discussões em torno da expressão "serviços de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária", solucionadas em 2006 pelo Supremo Tribunal Federal (STF), no julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.591-1/DF.[389]

Em sede de controle concentrado e abstrato de constitucionalidade, argumentou-se que o trecho do dispositivo legal acima transcrito estaria eivado de inconstitucionalidade, com fundamento em dois principais argumentos: (a) a existência de distinção implícita na Constituição da República entre os conceitos de "consumidor" e "cliente de instituição financeira"; e (b) a incompatibilidade entre os preceitos do CDC e as atividades prestadas por instituições financeiras aos seus clientes.

Ao apreciar o tema, o Min. Nelson Jobim promoveu interessante diferenciação entre operações bancárias e serviços bancários. Para ele, operações bancárias consistiriam em transferência de moeda (circulação monetária) ou de crédito, que se sustentam na confiança e na administração de riscos, sendo típicas do Sistema Financeiro Nacional. Sob outra perspectiva, serviços bancários consistiriam em obrigações de fazer, destinadas a atender diversos interesses dos clientes de instituições financeiras, sem vinculação com a política monetária e econômica do país. Para o mencionado Ministro, apenas a prestação dos serviços bancários (mas não das operações bancárias) caracterizaria relação de consumo.

Entretanto, não prevaleceu esse entendimento. Nos termos do voto condutor do Min. Eros Grau, o Plenário do STF considerou que os clientes de instituições financeiras se enquadrariam no conceito de consumidor previsto no CDC e, por sua vez, tais instituições deveriam ser consideradas fornecedoras, sem que isso implicasse violação à Constituição da República. Assim, concluiu o Ministro que "as instituições financeiras estão, todas elas, alcançadas pela incidência das normas veiculadas pelo Código de Defesa do Consumidor".

Esse precedente do STF é relevante para o tema em debate porque, como analisado e criticado nas páginas anteriores desta Seção, o principal embasamento do STJ para aplicar o CDC às relações entre cotistas e administradores ou gestores de fundos de investimento consiste

---

388 Ibidem, p. 195-199, versão eletrônica.

389 BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Tribunal Pleno. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.591-1/DF. Relator para acórdão: Min. Eros Grau. Brasília. Data de Julgamento: 7 jun. 2006. DJ. de: 29 set. 2006.

na jurisprudência que reconheceu a incidência do Direito do Consumidor aos serviços de natureza bancária e financeira (entendimento este criticado na subseção 2.1.2 acima).

2.5 **Principais consequências do regime consumerista no tocante à responsabilidade civil**

A aplicação do CDC a determinada relação jurídica traz consigo uma série de regras cogentes (ou de ordem pública)[390] próprias do regime em questão. O CDC disciplina, em detalhes, diversos aspectos da relação entre fornecedor e consumidor, desde os direitos básicos destes, passando por normas sobre oferta, publicidade, práticas abusivas, responsabilidade civil, até chegar em disposições processuais e criminais.

São normas que não podem ser afastadas mesmo que por acordo entre fornecedor e consumidor.[391] Inclusive, o art. 1º prevê expressamente que as disposições do CDC são "de ordem pública e interesse social". Dito de outro modo, qualificando-se determinada relação como "de consumo", passa a ser inafastável a aplicação do regime consumerista a ela, com todos os reflexos daí decorrentes.

Sem prejuízo das inúmeras consequências da atração do Direito do Consumidor, três devem ser destacadas, para fins deste estudo, por gerarem impactos relevantes sobre a responsabilidade civil do agente enquadrado como fornecedor perante o consumidor: (a) a presunção de vulnerabilidade do consumidor em suas relações com fornecedores; (b) a desnecessidade de demonstração de culpa na aferição da responsabilidade do fornecedor por danos decorrentes de defeitos relacionados à prestação de serviços; e (c) a solidariedade passiva dos integrantes da cadeia de fornecimento de serviço.

Em primeiro lugar, o Direito Consumerista presume que o consumidor está em posição de vulnerabilidade quando estabelece relações jurídicas com fornecedores, a merecer a tutela legal do CDC. Tal presunção consta expressamente do Código que, em seu art. 4º, inciso I, elenca como princípio da Política Nacional das Relações de Consumo o "reconhecimento da vulnerabilidade do consumidor no mercado de consumo".

---

[390] Vale citar as palavras do professor Miguel Reale sobre regras cogentes ou de ordem pública: "Ordem pública aqui está para traduzir a ascendência ou primado de um interesse que a regra tutela, o que implica a exigência irrefragável do seu cumprimento, quaisquer que sejam as intenções ou desejos das partes contratantes ou dos indivíduos a que se destinam. O Estado não subsistiria, nem a sociedade poderia lograr seus fins, se não existissem certas regras dotadas de conteúdo estável, cuja obrigatoriedade não fosse insuscetível de alteração pela vontade dos obrigados" (REALE, Miguel. *Lições preliminares de Direito*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 130-131).

[391] O art. 51 do CDC, inclusive, contempla um extenso rol de cláusulas contratuais que devem ser consideradas nulas de pleno direito. A maior parte dos casos diz respeito a cláusulas que buscam afastar regras previstas no Código.

Segundo os ensinamentos de Carlos Alberto Bittar, o Direito do Consumidor nasceu da constatação da desigualdade de posições e de direitos entre o consumidor e o fornecedor; bem como da insuficiência dos mecanismos tradicionais de outros ramos do Direito Privado ou Público para proteção do consumidor.[392] Sobre esse particular, Claudia Lima Marques anotou que:

> O *favor debilis* é, pois, a superação da ideia – comum no direito civil do século XIX – de que basta a igualdade formal para que todos sejam iguais na sociedade, é o reconhecimento (presunção de vulnerabilidade – veja art. 4.°, I, do CDC) de que alguns são mais fortes ou detêm posição jurídica mais forte (em alemão, *Machtposition*), detêm mais informações, são *experts* ou profissionais, transferem mais facilmente seus riscos e custos profissionais para os outros, reconhecimento de que os "outros" geralmente são leigos, não detêm informações sobre os produtos e serviços oferecidos no mercado, não conhecem as técnicas da contratação de massa ou os materiais que compõem os produtos ou a maneira de usar os serviços, são, pois, mais vulneráveis e vítimas fáceis de abusos.[393]

A mesma autora, referenciando Antonio Herman V. Benjamin, comenta que a vulnerabilidade seria a "peça fundamental" do Direito do Consumidor e o "ponto de partida" de toda a sua aplicação, principalmente em matéria de contratos.[394] Leonardo Medeiros Garcia, a seu turno, registrou que "a vulnerabilidade seria o marco central para que se aplicassem as regras especiais do CDC".[395]

Em resumo, a primeira decorrência da aplicação do regime consumerista a determinada relação jurídica consiste no reconhecimento da existência de uma disparidade entre fornecedor e consumidor, com a presunção de que este último é vulnerável (sob aspecto técnico, jurídico, fático e/ou informacional) perante o primeiro.

A segunda consequência diz respeito à responsabilidade objetiva do fornecedor diante do consumidor. Com efeito, as diferenças entre a responsabilidade aferida de forma objetiva ou subjetivamente serão estudadas em detalhes na Seção 3. Não obstante, nesse momento, é relevante deixar registrado que o CDC, quando diante de situação que pode ensejar o dever de o fornecedor reparar o consumidor, adotou regime que independe da demonstração de culpa do fornecedor pelo dano causado.

Assim, a responsabilidade do fornecedor por danos causados ao consumidor deve ser aferida objetivamente. José Geral Filomeno ressalta uma série de razões para justificar tal opção

---

[392] BITTAR, Carlos Alberto. *Direitos do Consumidor:* Código de Defesa do Consumidor. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 1-7.

[393] MARQUES, Claudia Lima. Introdução ao Direito do Consumidor. In: BENJAMIN, Antonio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 76-77, versão eletrônica.

[394] MARQUES, op. cit., p. 168, versão eletrônica.

[395] GARCIA, op. cit., p. 33.

legislativa, com destaque para: (a) a vulnerabilidade do consumidor perante o fornecedor; (b) a produção em massa de produtos ou serviços, de forma a ser previsível que algum venha a apresentar anomalia; (c) a assunção dos riscos da atividade pelo fornecedor, visto ser ele quem lucra com ela; e (d) a insuficiência da responsabilidade civil subjetiva, visto que a necessidade de demonstração de culpa do fornecedor pelo dano que sofreu é incompatível com a posição do consumidor.[396]

Sobre esse assunto em particular, Antonio Herman V. Benjamin afirma pouco importar se houve, ou não, imprudência, negligência ou imperícia do fornecedor, não sendo relevante sequer verificar se ele foi o mais cuidadoso possível. Havendo dano e nexo de causalidade o ligando ao serviço, surge ao fornecedor o inafastável dever de indenizar. Não se trata, assim, de mera presunção de culpa que admite prova em contrário; mas de responsabilidade independentemente de culpa.[397]

Nesse contexto, o art. 14 do CDC trata da responsabilidade pelo fato do serviço, prevendo expressamente que o fornecedor de serviços responde, *independentemente da existência de culpa*, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos.

Considera-se defeituoso o serviço que não fornece a segurança que o consumidor dele pode esperar, levando-se em consideração as circunstâncias relevantes, entre as quais: o modo de seu fornecimento; o resultado e os riscos que razoavelmente dele se esperam; e a época em que foi fornecido. O fornecedor, desse modo, só não será responsabilizado nos casos em que provar a inexistência do defeito no serviço prestado ou a culpa exclusiva do consumidor ou de terceiros.

A terceira e última relevante consequência da incidência do regime consumerista consiste na possibilidade que o consumidor tem de demandar, solidariamente, qualquer integrante da chamada "cadeia de fornecimento de serviços". No caso da responsabilidade por fato de

---

396 FILOMENO, José Geral Brito. *Direitos do Consumidor*. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 286-287.

397 "Afastando-se, por conseguinte, do direito tradicional, o Código dá um fundamento objetivo ao dever de indenizar. Não mais importa se o responsável legal agiu com culpa (imprudência, negligência ou imperícia) ao colocar no mercado produto ou serviço defeituoso. Não é sequer relevante tenha ele sido o mais cuidadoso possível. Não se trata, em absoluto, de mera presunção de culpa que o obrigado pode ilidir provando que atuou com diligência. Ressalte-se que tampouco ocorre mera inversão do ônus da prova. A partir do Código – não custa repetir – o réu será responsável mesmo que esteja apto a provar que agiu com a melhor diligência e perícia. Foi esta a tese tão bem defendida pelo Dr. Nelson Nery Jr. e que acabou vencedora no seio da Comissão de Juristas encarregada da elaboração do anteprojeto" (BENJAMIN, Antonio Herman V. Fato do Produto e do Serviço. In: BENJAMIN, Antonio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 275-276, versão eletrônica).

serviço, tal interpretação é extraída do que dispõe o parágrafo único do art. 7º[398] e do *caput* do art. 14,[399] lidos em conjunto com as demais disposições do CDC sobre imputação de responsabilidade.

Segundo a doutrina consumerista, o termo "fornecedor" consiste em um gênero, do qual são espécies todos que integram a cadeia de fornecimento de serviços. Portanto, ao se utilizar do termo "fornecedor", sem especificar qual, o art. 14 do CDC estaria atribuindo responsabilidade solidária à totalidade dos integrantes da mencionada cadeia, ainda que não tenham vínculo jurídico direto com o consumidor.[400] Nas palavras de Antonio Herman V. Benjamin:

> O art. 3.° do CDC bem especifica que o sistema de proteção do consumidor considera como fornecedores todos os que participam da cadeia de fornecimento de produtos e da cadeia de fornecimento de serviços (o organizador da cadeia e os demais partícipes do fornecimento direto e indireto, mencionados genericamente como "toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividades de [...] prestação de serviços"), não importando sua relação direta ou indireta, contratual ou extracontratual, com o consumidor.
> Em outras palavras, o CDC menciona fornecedores, pensando em todos os profissionais da cadeia de fornecimento (de fabricação, produção, transporte e distribuição de produtos e da criação e execução de serviços) da sociedade de consumo. O parágrafo único do art. 7.° do CDC bem especifica que há mesmo solidariedade nesta cadeia: "Tendo mais de um autor a ofensa, todos responderão solidariamente pela reparação dos danos previstos nas normas de consumo". As exclusões e exceções serão marcadas pelas próprias normas do CDC, que, em matéria de produtos, por exemplo, excepcionam os comerciantes em matéria de responsabilidade por defeitos dos produtos, nos arts. 12 e 13, impondo a estes uma responsabilidade apenas subsidiária, se bem que independente de culpa. Nos demais casos a responsabilidade é da cadeia como um todo e solidariamente, como especificam também os arts. 14, caput, 18 e 20 do CDC. Em outras palavras, o método do CDC foi de considerar fornecedor e daí responsável toda a cadeia e de nominar os fornecedores responsáveis, caso não sejam todos os presentes na cadeia.[401]

O referido entendimento é pacífico na jurisprudência do STJ, sendo repetido nos

---

398 Art. 7° do CDC: "Os direitos previstos neste código não excluem outros decorrentes de tratados ou convenções internacionais de que o Brasil seja signatário, da legislação interna ordinária, de regulamentos expedidos pelas autoridades administrativas competentes, bem como dos que derivem dos princípios gerais do direito, analogia, costumes e eqüidade. Parágrafo único. Tendo mais de um autor a ofensa, todos responderão solidariamente pela reparação dos danos previstos nas normas de consumo".

399 Art. 14, *caput*, do CDC: "O fornecedor de serviços responde, independentemente da existência de culpa, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos".

400 "A técnica de imputação de deveres aos fornecedores no CDC pode ser assim resumida: 1) quando utiliza a expressão 'fornecedor', é para a imputação de deveres, solidariamente – ex vi art. 7°, parágrafo único –, para toda a cadeia de fornecedores – ex.: arts. 8.°, 10, 14, 18, 19, 20, 34, 35, 36, 39, 40, 101; 2) quando utiliza outras expressões (como fabricante, produtor, construtor, importador, comerciante, representante autônomo, preposto, órgãos públicos, concessionários e permissionários de serviços públicos, patrocinador da publicidade, profissionais liberais), é para a imputação de deveres especiais a estes fornecedores de serviços e produtos ou para a imputação de solidariedade só entre fornecedores nominados – v. arts. 8.°, parágrafo único, 12, 13, 22, 32, 33, 34, 38, todos do CDC" (BENJAMIN, op. cit., p. 199-200, versão eletrônica).

401 Ibidem, p. 199, versão eletrônica.

acórdãos sobre a matéria que deve ser solidária a "responsabilidade entre os fornecedores integrantes da mesma cadeia de produtos ou serviços que dela se beneficiam pelo descumprimento dos deveres de boa-fé, transparência, informação e confiança".[402]

Inclusive, vale reiterar aqui que, conforme anteriormente analisado, foi identificado precedente do STJ no qual administrador e gestor de fundo de investimento foram considerados solidariamente responsáveis sob o argumento de que ambos os agentes integrariam a cadeia de fornecimento do serviço em questão.[403]

Feitas as considerações pertinentes sobre os conceitos de consumidor, fornecedor e serviços para fins do CDC, bem como elencadas as principais consequências da atração do regime consumerista, cabe adentrar, a partir de agora, na verificação do enquadramento das relações entre cotistas e administradores ou gestores de fundos de investimento nos referidos conceitos.

2.6 **Os cotistas de fundos de investimento não são consumidores**

Entende-se que a análise da aplicação do Direito do Consumidor às relações entre cotistas e administradores e gestores de fundos de investimento envolve, necessariamente, avaliar se (a) os cotistas podem ser considerados consumidores no âmbito de tais relações; e (b) os administradores e os gestores podem ser considerados fornecedores. Tal avaliação deve ser feita tendo por base os conceitos de consumidor e fornecedor do CDC, acima analisados; vis-à-vis as características dos cotistas, dos prestadores de serviços essenciais e do próprio ato de investir recursos em fundos de investimento.

Nas linhas que se seguem, pretende-se demonstrar que, ao contrário de parte da doutrina e da jurisprudência do STJ, os cotistas dos fundos de investimento não devem ser considerados consumidores, seja por praticarem atos de investimento no mercado de valores mobiliários – e não no mercado de consumo – com único e exclusivo objetivo de ter resultados positivos (lucro), seja por ser afastada eventual vulnerabilidade em relação aos administradores e ao

---

[402] Exemplificativamente: "A jurisprudência desta Corte é firme no sentido de ser solidária a responsabilidade entre os fornecedores integrantes da mesma cadeia de produtos ou serviços que dela se beneficiam pelo descumprimento dos deveres de boa-fé, transparência, informação e confiança, independentemente de vínculo trabalhista ou de subordinação" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.358.513/RS. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de Julgamento: 12 maio 2020. DJe. de: 4 ago. 2020); "A jurisprudência desta Corte é firme no sentido de se reconhecer a solidariedade entre os fornecedores integrantes da mesma cadeia de fornecimento de produtos ou serviços" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.353.056/RJ. Relator: Min. Moura Ribeiro. Brasília. Data de Julgamento: 3 jun. 2016. DJe. de: 11 abr. 2016).

[403] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.187.365/RO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de Julgamento: 22 maio 2014. DJe. de: 25 ago. 2014.

gestores, em razão da tutela dos direitos e das prerrogativas dos cotistas.

2.6.1 Atividade de investir não se confunde com a de consumir

Como visto ao se perquirir acerca do conceito de consumidor, segundo a teoria finalista, o intuito de lucro da parte que adquire bens ou serviços, como regra geral, resulta na impropriedade de se considerar tal parte consumidora, tendo em vista a destinação econômica dada ao produto ou serviço adquirido.

Em se tratando de subscrição ou aquisição de cotas do fundo de investimento – ainda que exista um serviço relacionado – sai-se da esfera do mercado de consumo para se ingressar na esfera do mercado de valores mobiliários. Há que se diferenciar, assim, consumo de investimento.

Com efeito, Mailson F. da Nóbrega e Gustavo J. L. Loyola distinguem, a partir de lições econômicas, a poupança do consumo. Segundo tais autores, o indivíduo pode dar dois destinos à sua renda. Um desses destinos consiste no consumo, que, por vezes, pode inclusive ser uma necessidade do indivíduo em questão. Mas tal indivíduo pode decidir poupar seus recursos (no sentido de investi-los). Nesse sentido, afirmam que, economicamente, poupança e consumo são atos diametralmente opostos e mutualmente excludentes. Nas palavras dos autores:

> Um implica o uso e o desgaste total ou parcial de um produto ou o uso de um serviço. O outro implica acumulação. O consumo é a negação da poupança e vice-versa. Assim, a decisão de consumir implica automaticamente a decisão de não poupar.
> [...]
> Poupança significa renúncia ao consumo, mas não uma renúncia definitiva. Na realidade, a poupança é a renúncia ao consumo no presente em prol de um consumo futuro. Poupar é, portanto, adiar o consumo para uma data futura.[404]

O mesmo apontamento já havia sido colocado por Arnoldo Wald, para quem os recursos de uma pessoa podem ser utilizados no consumo ou poupados (sendo que tal poupança possibilita o consumo posterior ou o investimento). Para Wald, "a nova lei [em referência ao CDC] não se aplica às operações de produção, poupança e investimento, ou seja, à captação de recursos pelas instituições financeiras, sob qualquer forma".[405]

Indo mais além, Pedro Paulo Cristófaro afirma que investidores e consumidores são categorias distintas e, dessa forma, ainda que tenham características comuns, carecem de

---

[404] NÓBREGA, Mailson F. da; LOYOLA, Gustavo J. L. A caderneta de poupança e o Código de Defesa do Consumidor. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 6, p. 256-267, set./dez. 1999. p. 1-2, versão eletrônica.

[405] WALD, Arnoldo. O direito do consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, n. 111, p. 295-312, jul./set. 1991. p. 301.

tratamento diferenciado, que leve em conta suas particularidades.[406] Assim, as atividades desempenhadas por instituições financeiras a que se refere o parágrafo segundo do art. 3º do CDC não seriam as de investimento. O autor exemplifica, como atividades bancárias e financeiras sujeitas à legislação consumerista, o contrato de conta corrente, a cobrança de títulos, o empréstimo, dentre outras com características semelhantes, oferecidas no "mercado de consumo". Mas afirma, categoricamente, que o investimento não se enquadra dentre elas.[407-408-409]

Aline de Menezes Santos Aragão, ao tratar das ações emitidas por companhias abertas listadas em bolsa de valores, observa que o investidor que adquire tais valores mobiliários não o faz como destinatário final, mas sim com o objetivo de posteriormente aliená-las e, se sua

---

406 CRISTOFARO, Pedro Paulo. Limites do campo de incidência da Lei n. 8.078, de 11.09.90. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 32, n. 92, p. 83-92, out./dez. 1993. p. 133.

407 "Parece-me, porém, baseando-me nas premissas que expus acima, que, no conceito de 'serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários' não se incluem as atividades ligadas ao investimento. Serviço bancário ou financeiro podem ser a conta corrente, o empréstimo, a cobrança de títulos. Jamais, ao meu ver, o investimento. Investimento e poupança não são serviços nem produtos, nem no sentido em que esses termos são entendidos pelo homem comum e nem com o significado que lhes empresta a Lei n. 8.078/90. O correntista do banco, o tomador do empréstimo, o segurado não são investidores e, por isso, certamente, foram incluídos pelo Código de Defesa do Consumidor dentro da categoria por ele tutelada, a dos consumidores" (CRISTÓFARO, op. cit., p. 134).

408 Mailson F. da Nóbrega e Gustavo J. L. Loyola adotam entendimento semelhante: "Resta saber quais as atividades 'de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária' a que se refere o § 2.º que seriam reguladas pela Lei 8.078/90. A nosso ver, são muito poucas, e todas de natureza secundária em relação aos serviços prestados pelos intermediários financeiros. Em primeiro lugar temos as atividades que independem da intermediação financeira, tais como cobrança, venda de seguros e o recebimento de contas, impostos e taxas ou, em alguns casos, a transferência direta de numerário entre pessoas. São atividades igualmente desempenhadas por outros agentes econômicos e que em muitos países são conduzidas por prestadores de serviços que não os bancos. É o caso, por exemplo, das agências do correio na França, no Reino Unido, no Japão e em outros países" (NÓBREGA; LOYOLA, op. cit., p. 7, versão eletrônica).

409 Essa mesma lógica – de que nem todas as atividades de instituições financeiras devem ser consideradas como "de consumo" e abarcadas pelo art. 3º, parágrafo segundo, do CDC – foi consignada nos votos vencidos dos Mins. Carlos Alberto Menezes Direito e Aldir Passarinho Júnior no julgamento do Recurso Especial nº 106.888/PR: "Tenho dito, Senhor Presidente, e assim fiz, ao votar no Recurso Especial nº 170.875 de São Paulo, que as instituições financeiras têm uma multiplicidade de atividades e, nessa multiplicidade de atividades, podem agasalhar algumas que, efetivamente, sofrem a incidência do Código de Defesa do Consumidor, por exemplo, o de depósito em dinheiro em conta corrente, em que existe, seguramente, uma remuneração daquele que vai fazer o seu depósito pela conta corrente que é aberta no banco; o pagamento de contas com débito direto na conta corrente; a guarda de valores, enfim, o aluguel de cofre e, até mesmo, o próprio crédito pode configurar, efetivamente um serviço, porque aí existe um ingrediente que é o da remuneração, como vem assentado no Acórdão recorrido e foi lembrado pela eminente advogada da tribuna. A meu sentir, a aplicação financeira é um contrato e é um contrato em que não existe nenhuma remuneração por parte do poupador, na verdade é uma oferta, uma oferta generalizada, não é um produto típico. É uma criação institucional que não depende das instituições financeiras" e "Efetivamente, não consigo identificar a caderneta de poupança, assim como em essas outras aplicações financeiras, nem serviço, nem produto. São investimentos e, como tal, são tratados na legislação especial que rege o Sistema Financeiro Nacional, notadamente quando a discussão se refere a correção monetária, que é fixada por lei. Então, na verdade, entendo que tanto poupança como outros investimentos são o que são: investimentos financeiros e não se enquadram no Código de Defesa do Consumidor" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Recurso Especial nº 106.888/PR. Relator: Min. Cesar Asfor Rocha. Brasília. Data de Julgamento: 28 mar. 2001. DJe. de: 5 ago. 2002).

estratégia de investimento der certo, obter lucro a partir dessa operação.[410]

Também fazendo referência às ações de companhias abertas negociadas em bolsa, Ricardo Mafra afirma ser inegável que a intenção do investidor "ao adquirir valores mobiliários, é de obter lucro – ainda que o lucro pretendido seja apenas o necessário para manter o poder de compra de sua poupança".[411] Com as cotas de fundo de investimento, essa conclusão não deve ser diferente.

Tratando especificamente dos cotistas de fundos de investimento, Nelson Eizirik, em linha com entendimentos acima, conceitua investimento como "toda aplicação de dinheiro com expectativa de rendimentos" e afirma que os conceitos de consumo e investimento são ontologicamente antinômicos e excludentes, de forma que "o indivíduo que consome, por definição, não está investindo ou poupando".[412] Por esses e outros argumentos, o referido professor concluiu o seguinte:

> Assim, quem adquire quotas de um fundo de investimento financeiro é considerado investidor – e não consumidor – do mercado de valores mobiliários, o qual é submetido à regulamentação e fiscalização da CVM, agência reguladora que dispõe de amplos poderes para proteger os investidores.
> O investidor do mercado de valores mobiliários não pode ser confundido com o consumidor de serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários a que se refere o CDC em seu art. 3º, §2º.[413]

O que se observa é que, ao subscrever ou adquirir cotas de fundos de investimento, a pessoa, natural ou jurídica, não se torna uma simples tomadora dos serviços prestados pelo administrador, pelo gestor e por outros prestadores. Ela é alçada à posição de cotista, com todos os direitos – políticos e patrimoniais – e prerrogativas daí decorrentes.

Ao aderir ao regulamento e passar a integrar relações contratuais com o administrador e com o gestor, o investidor não está atuando no mercado de consumo; mas sim no mercado de valores mobiliários. Ele está realizando um ato de investimento, não de consumo; investindo seus recursos em um valor mobiliário (ainda que, no caso de fundos de investimento, por sua natureza, esse investimento seja associado à prestação de serviços ao fundo).

---

410 ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 241.

411 MAFRA, Ricardo. *A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do dever de informar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022. p. 287.

412 EIZIRIK, Nelson. Fundo de Investimento. Não aplicação do CDC aos Quotistas. Fato do Príncipe Consistente na Mudança das Regras de Contabilização dos Títulos de sua Carteira. _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 558.

413 Ibidem, p. 563.

Trata-se de ato semelhante àquele de adquirir outros títulos e valores mobiliários, como ações de companhias abertas negociadas em bolsa de valores, títulos de dívida ou títulos do Tesouro.[414] Inclusive, fazendo um paralelo com o que Aline de Menezes Santos Aragão afirmou sobre as ações,[415] não há dúvidas de que o cotista de fundo de investimento nele aplica seus recursos no objetivo de tentar alcançar sua valorização por um determinado período de tempo e, ao final deste, promover o resgate (no fundo aberto) ou a alienação (no fundo fechado) de suas cotas. Caso sua estratégia de investimento dê certo – e o cotista, obviamente, espera que dê – terá auferido resultados positivos com seu investimento (lucro).

Logo, há dois aspectos que devem ser levados em consideração. De um lado, há que se concordar com os autores acima mencionados que os conceitos de consumo e investimento são antinômicos e, quando se trata da subscrição ou aquisição de cotas de fundos de investimento, está-se diante de um ato de investimento; não de consumo. Do outro lado, o cotista de fundo de investimento estabelece relações jurídicas com intuito de lucro, o que, à luz da teoria finalista, descaracteriza o conceito de consumidor.

2.6.2 Vulnerabilidade afastada pelo regime protetivo e prerrogativas dos investidores

Como visto acima, a noção de vulnerabilidade está no cerne do conceito de consumidor. Todo o arcabouço do Direito Consumerista gira em torno da necessidade de se tutelar uma parte presumidamente vulnerável (o consumidor) nas relações jurídicas que mantiver com partes presumidamente preponderantes (os fornecedores).

Diante desse desnivelamento entre as posições jurídicas do consumidor e do fornecedor, o CDC surge com regras cogentes destinadas a impedir abusos e, na medida do possível, afastar os efeitos nefastos decorrentes de tal disparidade. Surge para, em certa medida, equalizar as partes de uma relação de consumo.

Ocorre que, no caso das relações entre os cotistas e o administrador e o gestor de fundo de investimento, há mecanismos particulares de proteção que funcionam para afastar eventual vulnerabilidade.

Obviamente, não se nega que pode existir uma disparidade de conhecimentos técnicos, jurídicos, fáticos e informacionais entre tais partes, dependendo principalmente do nível de

---

414 "As cotas de fundos de investimento são valores mobiliários, representativas de investimento, e não mero consumo. Observa-se que não se trata de um produto ou serviço essencial, mas sim de investimentos, recursos disponíveis que poderiam ser aplicados em diversos segmentos e/ou produtos" (CARVALHO, op. cit., p. 234).

415 ARAGÃO, op. cit., p. 241.

qualificação dos cotistas, a ser observado caso-a-caso. Contudo, a regulamentação do mercado de valores mobiliários contempla ferramentas especializadas, destinadas a nivelar substancialmente a posição jurídica dos mencionados polos.

Tal afirmativa será comprovada a partir de três linhas argumentativas: (a) a existência de um arcabouço regulatório destinado à proteção do investidor, especialmente sob o ponto de vista informacional (o qual entende-se que é mais completo e compatível com as especificidades do mercado de valores mobiliários do que o CDC); (b) o objetivo da CVM de impedir que o investidor realize investimentos incompatíveis com seu perfil, capacidade financeira e apetite de riscos (*suitability*); e (c) as prerrogativas que os cotistas dos fundos de investimentos detêm em face do administrador e do gestor.

2.6.2.1 A regulamentação destinada à proteção do investidor

Fernando Estevam Bravin Ruy – defensor da aplicação do CDC às relações em fundos de investimento mais referenciado nas decisões do STJ – afirma que "[a] informação é um dos principais fenômenos a ser assegurado para o investidor-consumidor já que, somente dispondo de informações corretas e suficientes, os investidores poderão tornar suas decisões de investimentos".[416]

Não se discorda, de forma alguma, de tal afirmação. Muito pelo contrário, o direito à informação é da essência tanto de relações consumeristas; quanto daquelas estabelecidas no mercado de valores mobiliários. Discorda-se, contudo, da conclusão no sentido de que, nas relações mantidas no mercado de valores mobiliários, tal direito à informação estaria fundamentado no CDC.

Sobre esse assunto em particular, são valiosas são as lições de Arnoldo Wald, ao escrever que o Direito do Consumidor tem, como principal objetivo, assegurar a autonomia da vontade na formação do contrato de consumo e um equilíbrio dinâmico na sua execução. Para tanto, o regime consumerista desenvolve, com maior densidade – em comparação o Direito Privado tradicional – regras que asseguram a liberdade de manifestação de vontade e comutatividade de prestações.[417] Para Wald:

> [O] direito do consumidor procura definir a vontade real, consciente e informada do

[416] RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do investidor-consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimentos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. p. 137.

[417] WALD, Arnoldo. O direito do consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras. *Revista de Informação Legislativa, Brasília*, n. 111, p. 295-312, jul./set. 1991. p. 300-301.

> contratante, retirando da sua manifestação alguns dos vícios que a distorcem, embora não estivessem previstos e enquadrados na regulamentação vigente de direito privado. No fundo, o que o legislador e o juiz pretendem é desintoxicar e purificar a manifestação de vontade, dela retirar os efeitos perversos exógenos, para retificá-la e ratificá-la na forma que teria, se o consumidor conseguisse obter a mesma soma de informações que o seu fornecedor.[418]

Por certo, em diversas ocasiões, o consumidor acaba por contratar a aquisição de bens ou serviços sob o efeito de pressões internas (hábitos ou costumes) ou externas (publicidade ou informações inadequadas). Disso resulta que tal contratação se descaracteriza como um ato voluntário, passando a ser, nas palavras de Wald, um ato condicionado.[419]

A questão da vulnerabilidade, inerente ao conceito de consumidor, está intimamente relacionada à adequada informação da parte dita vulnerável. Tanto é assim que, como visto, a vulnerabilidade informacional é considerada básica e intrínseca a qualquer consumidor; ao passo que as vulnerabilidades técnica e jurídica também se relacionam com o conhecimento e as informações das quais o consumidor dispõe.

Fica evidente, portanto, que a proteção ao consumidor se pauta – talvez em seu viés mais relevante – na adequada informação ao consumidor.

Dessas circunstâncias é que decorre a necessidade de uma proteção especial ao consumidor,[420] o que, no Brasil, se instrumentalizou principalmente no CDC e na doutrina e jurisprudência construída em torno de tal diploma legal.

Cabe ressaltar que as mais comentadas disposições do CDC se relacionam com a proteção do consumidor individualmente considerado, munindo-lhe com ferramentas que podem ser usadas em sua relação com cada fornecedor. Não obstante, o CDC também se ocupa da tutela da coletividade de consumidores, contendo dispositivos que fazem referência a esse aspecto,

---

418 Ibidem, p. 301.
419 Ibidem, p. 301-302.
420 Ibidem, p. 302.

inclusive para fins de possibilitar a tutela judicial de interesses difusos e coletivos.[421-422]

Tendo esse objetivo das normas consumeristas em mente, permita-se, agora, direcionar o enfoque da presente análise às normas do mercado de valores mobiliários.

Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques elencam, dentre os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários: (a) a proteção aos investidores; (b) a promoção da eficiência do mercado; (c) a criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas; (d) evitar a concentração de poder econômico; e (e) impedir a criação de situações de conflito de interesses.[423]

Dentre esses objetivos, os referidos autores comentam que o "mais apontado" como fundamental seria a proteção aos investidores. Com efeito, as principais formas de proteger os investidores se dão por meio da vedação do uso indevido de informações privilegiadas, da coibição de práticas fraudulentas e de manipulação de mercado e, ainda, do estabelecimento de robustas obrigações de divulgação das informações dirigidas aos participantes do mercado.[424]

Siegfried Kümpel diferencia dois grupos de beneficiários das normas de proteção aos investidores. De um lado, existe a proteção do público investidor em si, isto é, do "conjunto numericamente indeterminado de todos os investidores, atuais e futuros". Tal proteção é necessária para assegurar a capacidade funcional do mercado.[425] De outro lado, também deve ser objeto de atenção a proteção ao investidor individual, não apenas a partir da atuação de órgãos fiscalizadores do mercado de valores mobiliários, como também pela conferência, a cada

---

[421] Sobre esse particular, vide, exemplificativamente, os seguintes dispositivos do CDC: "Art. 6º. São direitos básicos do consumidor: [...] VI - a efetiva prevenção e reparação de danos patrimoniais e morais, individuais, coletivos e difusos; VII - o acesso aos órgãos judiciários e administrativos com vistas à prevenção ou reparação de danos patrimoniais e morais, individuais, coletivos ou difusos, assegurada a proteção Jurídica, administrativa e técnica aos necessitados; [...] Art. 81. A defesa dos interesses e direitos dos consumidores e das vítimas poderá ser exercida em juízo individualmente, ou a título coletivo. Parágrafo único. A defesa coletiva será exercida quando se tratar de: I - interesses ou direitos difusos, assim entendidos, para efeitos deste código, os transindividuais, de natureza indivisível, de que sejam titulares pessoas indeterminadas e ligadas por circunstâncias de fato; II - interesses ou direitos coletivos, assim entendidos, para efeitos deste código, os transindividuais, de natureza indivisível de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas ligadas entre si ou com a parte contrária por uma relação jurídica base; [...] Art. 107. As entidades civis de consumidores e as associações de fornecedores ou sindicatos de categoria econômica podem regular, por convenção escrita, relações de consumo que tenham por objeto estabelecer condições relativas ao preço, à qualidade, à quantidade, à garantia e características de produtos e serviços, bem como à reclamação e composição do conflito de consumo [...]".

[422] Nesse sentido, faz-se referência às lições de Leonardo Roscoe Bessa sobre tutela coletiva no âmbito do CDC: BESSA, Leonardo Roscoe. Ação Coletiva. In: BENJAMIN, Antonio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 777-836, versão eletrônica.

[423] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais:* regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 51.

[424] Ibidem, p. 52.

[425] KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais:* do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 37.

investidor, de instrumentos para "fazer valer pretensões de reparação do dano contra o causador do mesmo em caso de violação culposa de uma obrigação ou proibição".[426]

Outros autores também ressaltam a importância da proteção aos investidores e do adequado fornecimento de informações como forma de alcança-la.

Mariana Sgarbi afirmou que a própria razão da existência da CVM seria garantir a proteção e segurança do investidor, independentemente de seu grau de conhecimento e expertise para a realização de investimentos no mercado.[427] Por seu turno, Eduardo Cherez Pavia ressaltou em sua obra que a proteção aos investidores seria o "objetivo fundamental da regulação do mercado de capitais no Brasil", complementando que "um dos principais princípios sobre o qual se alicerça a regulação deve ser o *full disclosure*, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento com base em informações disponíveis no mercado".[428]

Marcelo Trindade, em relevante texto sobre o tema, é enfático ao afirmar que "a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais", esclarecendo que "com a disseminação da informação [...] presume-se que o investidor poderá tomar a melhor decisão de investimento e que as fraudes serão evitadas". Ainda segundo o ex-Presidente e Diretor da CVM, em todas as três funções básicas da autarquia (normativa, fiscalizatória e sancionadora), "sobressai-se a missão de proteção da informação e de sua qualidade".[429]

Corroborando os ensinamentos da doutrina e em linha com o escopo do estudo objeto deste trabalho, a Lei nº 6.385/1976 contempla, em seu art. 4º, inciso IV, alínea b, que o Conselho Monetário Nacional (CMN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) teriam por finalidade proteger os investidores contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas ou, ainda, de administradores de carteira de valores mobiliários.[430]

Na subseção 1.9.2.3 da Seção 1, ao se tratar do dever de informar atribuído ao

---

[426] Ibidem, p. 38.

[427] SGARBI, Mariana Loyola Ferreira. Fundos de investimento e Código de defesa do consumidor. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coords.). *Fundos de investimento:* aspectos jurídicos, regulamentares e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 309-323.

[428] PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento:* estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 70-71.

[429] TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SAADI, Jairo (Org.). *Fusões e Aquisições:* aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 309-310.

[430] Lei nº 6.385/176: "Art. 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: [...] IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários".

administrador e ao gestor do fundo de investimento, foi evidenciada sua importância e extensão. Demonstrou-se, nesse sentido, que a regulamentação é minuciosa ao detalhar quais documentos e informações devem ser transmitidos aos cotistas e ao mercado, em quais padrões e periodicidade. Verificou-se, ainda, que a autarquia reguladora se preocupa tanto com as informações dirigidas ao cotista efetivo do fundo de investimento, quanto com seu potencial investidor.

Sobre as informações dirigidas ao cotista do fundo, o art. 47 da Resolução CVM nº 175/2022 contempla regras importantes, que revelam a preocupação da CVM com a qualidade de tal informação, a padronização, a forma e os meios de sua divulgação. Nesse sentido, exige-se que a divulgação de informações relativas ao fundo ou classe de cotas seja abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, sendo realizada (inclusive, mas sem limitação) por meio da disponibilização dos documentos e informações lá listados nos canais eletrônicas e nos sites do administrador, do gestor, do distribuidor e (quando for o caso) da entidade administradora do mercado organizado em que as cotas sejam admitidas a negociação.

Ainda nos termos do mencionado dispositivo, as informações divulgadas devem ser suficientes, verdadeiras, precisas, consistentes e atuais, de forma a permitir aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito do investimento. Devem também ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa, ser úteis à avaliação do investimento, além de virem acompanhadas da indicação de suas fontes e ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas. Por outro lado, não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de rentabilidade futura ou isenção de risco para o investidor.

No tocante às informações dirigidas ao mercado em geral (inclusive potenciais investidores do fundo), o art. 54 da Resolução CVM nº 175/2022 determina que qualquer material de divulgação do fundo seja consistente com o regulamento; elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento; identificado como material de divulgação; mencione a existência do regulamento (inclusive anexos e apêndices) e os endereços na internet nos quais a documentação relativa ao fundo pode ser obtida.

Por sua vez, os artigos 56 a 59 da mesma Resolução tratam de providências adicionais para a hipótese de o material de divulgação do fundo ou classe contemplar informações sobre sua rentabilidade. Exige-se, em prestígio ao direito do investidor de ser corretamente informado, que sejam divulgados dados como a rentabilidade acumulada nos últimos 12 meses (de forma a impedir recortes de rentabilidade em períodos muito específicos), o valor patrimonial líquido médio nos últimos 12 meses, as taxas cobradas pelo fundo e seu público-alvo e restrições à captação. Da mesma forma, a rentabilidade deve sempre vir acompanhada de comparação, no mesmo período, com índice de mercado compatível com a política de investimento,

além das advertências de que a "rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros" e de que investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador, gestor, seguro ou pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

Enfim, não cabe, nesta oportunidade, repetir a exposição feita em detalhes anteriormente.[431] Contudo, vale registrar que essa mesma lógica de prestígio à correta e ampla informação do investidor é utilizada pela CVM ao regulamentar outros aspectos e operações do mercado de valores mobiliários (para além dos fundos de investimento), valendo dedicar breves linhas a esse particular.

A Resolução CVM nº 160/2022 dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e negociação destes em mercados regulamentados. Um dos mais importantes capítulos da norma diz respeito à publicidade e documentos da oferta. Os principais documentos em questão são o prospecto, que deve contemplar todos os elementos necessários para que as pessoas do público a que se dirige a oferta possam tomar a decisão de subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados; e a lâmina da oferta, que consiste em documento elaborado de forma consistente com o prospecto, para sintetizar o conteúdo deste e apresentar as características essenciais da oferta, bem como a natureza e os riscos associados ao emissor, às garantias e aos valores mobiliários.

As informações consignadas no prospecto e na lâmina da oferta devem ser necessárias, suficientes, verdadeiras, precisas e atuais, devendo ser apresentadas de maneira clara e objetiva, em linguagem direta e acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente sua decisão de investimento. Sobre a lâmina da oferta, a regulamentação estabelece, ainda, que ela deve ser útil para fins da decisão de investimento; ser escrita de forma clara, concisa e efetiva quanto ao objetivo de permitir que o público investidor em geral compreenda a oferta; ser precisa, apropriadamente balanceada na ênfase dada a informações positivas e negativas e não induzir o investidor a erro; ser de fácil leitura e escrita em linguagem simples, abstendo-se de fazer comentários por referência ao prospecto nas seções destinadas a sintetizar as informações solicitadas; estabelecer, adicionalmente, os termos e condições gerais da oferta; e ser elaborada de forma a permitir a leitura adequada, inclusive em dispositivos eletrônicos móveis, programas e aplicativos em geral.

Como decorrência de tais obrigações, a norma prevê a responsabilidade do ofertante pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade dos documentos da oferta e

---

[431] Em prestígio à fluidez e sistemática deste trabalho, faz-se referência à mencionada subseção 1.9.2.3 sobre os principais aspectos do dever de informar dos prestadores de serviços essenciais dos fundos de investimento.

demais informações fornecidas ao mercado. Obriga, ainda, o coordenador líder a tomar as cautelas e agir com elevados padrões de diligência – respondendo pela falta de diligência ou omissão –, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam suficientes, verdadeiras, precisas, consistentes e atuais, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada.

Em prol da clareza e acessibilidade, a CVM se preocupa com a padronização das informações disponíveis aos investidores, razão pela qual a Resolução CVM nº 160/2022 é acompanhada de diversos anexos contendo o conteúdo mínimo e a forma de organização de prospectos e lâminas de diferentes valores mobiliários que podem ser objeto de emissão e negociação.[432] Prestigia-se, assim, os ganhos de eficiência informacional decorrentes da familiaridade do investidor com o padrão e o conteúdo mínimo de tais documentos. No mais, a norma especifica os locais onde as informações e documentos nela previstos devem ser colocadas à disposição dos investidores.[433]

Mesmo após o encerramento da oferta, o emissor de valores mobiliários continua submetido a rígidas obrigações regulatórias de fornecimento de informações. Aquelas pertinentes aos fundos de investimento foram analisadas anteriormente neste trabalho. Cabe brevemente mencionar as exigidas dos demais emissores.

A Resolução CVM nº 80/2022 dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados.[434] Nesse sentido, o emissor deve enviar à CVM as informações periódicas e eventuais prescritas na norma. Ao mesmo tempo, deve enviar tais informações às entidades dos mercados em que os valores mobiliários sejam admitidos à negociação, bem como disponibilizá-las em seu site na rede mundial de computadores.

---

[432] Os Anexos à Resolução CVM nº 160/2022 são organizados da seguinte forma: Anexo A – Prospecto de Ações; Anexo B – Prospecto de Dívida; Anexo C – Prospecto de Fundos Fechados; Anexo D – Prospecto de FIDC; Anexo E – Prospecto de Securitização – Securitizadora; Anexo F – Lâmina da Oferta de Ações; Anexo G – Lâmina da Oferta de Dívida; Anexo H – Lâmina da Oferta de Fundos Fechados; Anexo I – Lâmina da Oferta de FIDC; Anexo J – Lâmina da Oferta de Securitização – Securitizadora.

[433] Resolução CVM nº 160/2022: "Art. 13. As divulgações requeridas por esta Resolução, inclusive do prospecto preliminar, quando houver, e do prospecto definitivo, devem ser feitas, com destaque e sem restrições de acesso, na página da rede mundial de computadores: I – do ofertante; II – do fundo de investimento cujas cotas estejam sendo ofertadas, quando for o caso; III – das instituições participantes do consórcio de distribuição, sendo aceita a remissão à página do coordenador líder que contenha as divulgações no caso de participantes que não sejam coordenadores; IV – das entidades administradoras de mercado organizado de valores mobiliários nos quais os valores mobiliários do emissor sejam admitidos à negociação, quando aplicável; e V – da CVM".

[434] Fundos de investimento estão expressamente excluídos da aplicação da Resolução CVM nº 80/2022, nos termos de seu art. 2º, parágrafo terceiro: "A presente Resolução não se aplica a fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais".

Sobre o conteúdo e forma das informações, estas devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não devem induzir o investidor a erro; ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa; ser divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado; ser úteis à avaliação dos valores mobiliários emitidos; indicar prazo de validade, caso sejam válidas por prazo determinável; ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas; e vir acompanhadas de suas fontes, sempre que possível e adequado.

O art. 22 da Resolução CVM nº 80/2022 contempla rol com mais de dezesseis informações periódicas que devem ser divulgadas por emissores, sendo as mais relevantes o formulário cadastral, o formulário de referência, as demonstrações financeiras – inclusive padronizadas (DFP) –, o formulário de informações trimestrais (ITR) e os documentos relativos às assembleias gerais. Tal rol é complementado por outro com quarenta e três modalidades de informações eventuais de emissores registrados na "Categoria A" (art. 33); e ainda outro de vinte e seis modalidades de informações eventuais para emissores registrados na "Categoria B" (art. 34).[435]

O formulário de referência reúne praticamente todas as informações referentes ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas.[436] Sua atualização deve se dar tanto em datas fixas, quanto nas hipóteses de ocorrência de determinados eventos considerados relevantes pela regulação, de forma que reflita ao máximo informações atualizadas do emissor.

Seu conteúdo é extenso e deve observar a estrutura prevista em anexo da Resolução CVM nº 80/2022. Apesar da extensão, a navegação por seu conteúdo é simplificada, visto o

---

[435] O registro na "Categoria A" autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados. Já o registro na "Categoria B", autoriza a negociação dos valores mobiliários do emissor em mercados, exceto pelos seguintes: ações, certificado de depósito de ações ou valores mobiliários conversíveis nos dois primeiros.

[436] O formulário de referência dos emissores de valores mobiliários, nos moldes atuais, foi introduzido com a edição da Instrução CVM nº 480/2009 (posteriormente revogada pela Resolução CVM nº 80/2022, que manteve o formulário de referência como principal documento relativo aos emissores). Já no Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2008 – que viria a originar a Instrução CVM nº 480/2009, contendo as regras sobre o registro de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados – a CVM destacou que o formulário de referência "[...] constitui a principal fonte de informação do investidor sobre o emissor. O investidor encontrará em tal formulário as mais importantes informações sobre o emissor, notadamente as atividades desenvolvidas, os fatores de risco, o grupo econômico, os ativos relevantes, estrutura de capital, os dados financeiros históricos e os comentários dos administradores sobre tais dados, projeções e estimativas divulgadas, administração, recursos humanos, operações com partes relacionadas, política de negociação de valores mobiliários, planos de recompra de ações, política de divulgação de informações e valores mobiliários emitidos pelo emissor". No mesmo Edital, a CVM mencionou que uma das vantagens do formulário de referência seria a de "unificar todas as informações sobre o emissor em só um documento", facilitando "o trabalho dos emissores e seus assessores, que em relação a tais informações, terão que lidar somente com um conjunto padronizado" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2008*. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html. Acesso em: 27 dez. 2022).

documento estar disponível eletronicamente em sistema que permite fácil acesso às suas seções. Em mais esse caso, percebe-se a preocupação da CVM com a padronização e acessibilidade dos documentos disponibilizados ao mercado.

Finalmente, as normas acima analisadas são complementadas pela Resolução CVM nº 44/2021, que dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, dentre outros temas. Ato ou fato relevante consiste em qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável (a) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (b) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (c) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.[437]

O exposto acima teve por finalidade ilustrar, muito resumidamente, a completude e o detalhismo das normas da legislação do mercado de valores mobiliários destinadas à proteção do investidor, sob o enfoque do direito à informação. Nesse sentido, é possível afirmar que o mercado de valores mobiliários é um dos setores mais regulados no que diz respeito à disponibilização de informações aos que nele pretendem atuar.

Cabe, ainda, o registro de que a exposição acima se limitou às informações obrigatórias, não podendo ser ignorados os diversos serviços disponíveis ao público que têm por objeto a realização de análises das referidas informações, obtenção ou produção de outras informações ou, ainda, o auxílio ao investidor na correta compreensão e tomada de decisões de investimentos. É o caso, por exemplo, dos serviços de consultoria de valores mobiliários,[438] daqueles desempenhados por assessores de investimento (anteriormente denominados "agentes autônomos de investimentos")[439] e, ainda, das funções prestadas por agências de classificação de risco de

---

[437] O parágrafo único do art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021 prevê rol exemplificativo de atos ou fatos potencialmente relevantes.

[438] A atividade de consultoria de valores mobiliários é regulamentada pela Resolução CVM nº 19/2021, sendo conceituada como "a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente" (art. 1º).

[439] A partir de meados de 2023, a Resolução CVM nº 178/2023 disporá sobre a atividade do assessor de investimento, que consiste na pessoa natural devidamente registrada para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, atividades de prospecção e captação de clientes; recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue (arts. 2º, inciso I, e 3º).

crédito (*rating*)[440] e auditores independentes.[441]

Após essa contextualização sobre a regulamentação do mercado de valores mobiliários sob o enfoque a prestação de informações aos investidores e considerando os objetivos semelhantes da legislação consumerista, questiona-se em que medida o Direito do Consumidor contribuiria para o aprimoramento da proteção ao cotista de fundo de investimento.

Vale colocar a pergunta de outra forma. A incidência do regime consumerista sobre determinada relação jurídica resulta na necessária consequência de que seja atraída toda a sistemática protetiva ao consumidor prevista no CDC, o que inclui, como analisado acima, institutos que parecem ser nitidamente incompatíveis com a atividade de investir no mercado de valores mobiliários, como a solidariedade entre os integrantes da cadeia de fornecimento e a responsabilidade objetiva, dentre outros.[442] Deixando momentaneamente esses inconvenientes de lado, sob a ótica da proteção ao cotista de fundos – especialmente no tocante ao recebimento de informações adequadas para que aquele possa expressar sua vontade real, consciente e informada; e não uma vontade condicionada[443] – o que o Direito do Consumidor, na prática, acrescentaria à legislação do mercado de valores mobiliários?

Por todo o exposto acima, não se vislumbra o que o Direito do Consumidor poderia acrescentar à legislação do mercado de valores mobiliários sobre essa matéria. Afirmar, como fazem alguns, que o regime informativo do CDC conferiria maior grau de proteção ao cotista, parece não ser justificável.

Fernando Estevam Bravin Ruy, por exemplo, dedica capítulo de sua obra para tratar da informação adequada ao "consumidor-investidor", a qual teria embasamento legal no art. 6º,

---

[440] Agências de *rating* são regulamentadas pela Resolução CVM nº 9/2020 e conceituadas, nos termos da referida norma, como: "pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários" (art. 1º, inciso I). Sua atividade é descrita como a de "opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários" (art. 1º, inciso II).

[441] A atividade dos auditores independentes possui fundamento legal nos arts. 26 e 27 da Lei nº 6.385/1976 e é atualmente regulamentada pela Resolução CVM nº 23/2021. O auditor independente pode se registrar nas categorias "pessoa natural" (AIPN) ou "pessoa jurídica" (AIPJ).

[442] "Por outro lado, há algumas normas consumeristas que se mostram desarrazoadas se aplicadas aos fundos de investimento, como: responsabilidade objetiva, inversão corriqueira do ônus probatório, responsabilidade solidária entre administradores e terceiros contratados e efeitos do que poderia ser caracterizado por má-gestão. A aplicação desses dispositivos provocaria insegurança aos participantes do mercado, em razão, por exemplo, de eventual possibilidade de responsabilização solidária de terceiros contratados pelos fundos em caso de prejuízos, além de ensejar grande subjetivismo, pois é difícil precisar quais seriam os resultados que razoavelmente se esperariam da aplicação em fundos de investimento" (CARVALHO, op. cit., p. 234).

[443] WALD, op. cit. (1991), p. 300-302.

inciso III, do CDC.[444-445] Entretanto, as preocupações e objetivos da informação adequada colocados pelo autor são contemplados, com grau muito maior de detalhamento, na regulação promovida pela CVM.

Reconhece-se que o CDC, como não poderia deixar de ser, contempla valiosas regras sobre o direito à informação do consumidor. Afinal, o nivelamento do consumidor com o fornecedor para que o primeiro possa exprimir adequadamente sua vontade é talvez o principal objetivo do Código. Contudo, a seu turno, a legislação do mercado de valores mobiliários não apenas prestigia, como seu principal objetivo, o direito do investidor de ser informado (de forma muito mais especializada, precisa e direcionada do que a prevista no CDC), como também estabelece quais informações devem ser prestadas, em qual periodicidade, por quais canais ou meios informativos, em qual padrão e, ainda, quando tais informações devem ser revisadas por terceiros independentes.[446]

Ou seja, de um lado, não se identifica efetiva contribuição do Direito do Consumidor para a proteção do cotista de fundo de investimento sob o aspecto informacional, tendo em vista a legislação setorial regular, com muito mais riquezas de detalhes, o direito à informação do investidor.[447] De outro lado, como se destacou algumas vezes, há o inconveniente de se atrair para uma relação formada no âmbito do mercado de valores mobiliários institutos incompatíveis e desarrazoados, que fazem apenas aumentar a insegurança jurídica dos participantes de tais relações.

Voltando às lições de Arnoldo Wald, afirma o autor que a multiplicação de competências para se discutir os mesmos assuntos pode levar a sociedade ao verdadeiro "labirinto de normas".[448] Tal conclusão é extremamente pertinente para a análise em tela, em que, como se destacou, a atração do CDC para a relação entre cotista e prestadores de serviços essenciais de

---

444 RUY, op. cit., p. 130-138.

445 CDC: "Art. 6º São direitos básicos do consumidor: [...] III - a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem".

446 "Todas essas regras visam, na verdade, não apenas à prestação da informação, mas também à imposição de padrões de prestação de tal informação no que se refere ao seu conteúdo mínimo e por vezes à sua verificação por agentes externos independentes (os auditores) e estão em sintonia com a finalidade de exigir-se informações de qualidade para o investidor" (TRINDADE, op. cit., p. 312).

447 Corroborando essa afirmativa, que pode ser entendida como polêmica por alguns, Mario Tavernard Martins de Carvalho anotou que: "[a] aplicação do Código de Defesa do Consumidor possui como objetivo tutelar a autonomia da vontade do investidor, uma vez que seriam aplicadas as normas protetivas constantes na referida legislação. Em alguns casos, a aplicação dessas normas é desnecessária, eis que a observância da regulamentação da CVM poderia atingir a mesma finalidade, especialmente no tocante à transparência, à prestação de informações, à necessidade de respeito ao princípio da boa-fé e aos deveres e responsabilidades dos administradores" (CARVALHO, op. cit., p. 232).

448 WALD, op. cit. (1991), p. 310.

fundos de investimento, além de nada acrescentar para a proteção dos cotistas, atrai normas cogentes que não se coadunam com o regime do mercado de valores mobiliários.

Corroborando essa afirmação, a revisão dos precedentes do STJ sobre o tema, anteriormente realizada neste trabalho, evidenciou as distorções que a aplicação do CDC à relação jurídica em análise tem gerado, desaguando em decisões com fundamentações frágeis, confusão entre papéis exercidos no mercado, transferência de riscos do investidor aos prestadores de serviços essenciais, análises atécnicas sobre a sofisticação e expertise dos investidores envolvidos e aplicação indiscriminada de regras de solidariedade. A questão da insegurança jurídica daí decorrente foi bem resumida por Pablo Renteria, da seguinte forma:

> [A] compatibilização do Código de Defesa do Consumidor permanece sendo tema incontornável para a indústria de fundos. A aplicação descuidada das normas consumeristas vem gerando distorções significativas, uma vez que, a pretexto de proteger o cotista consumidor, torna sem efeito princípio fundamental do funcionamento do mercado de capitais, qual seja, a assunção de riscos pelo investidor. Além disso, a falta de conhecimento especializado sobre a regulamentação dos fundos de investimento tem levado a decisões incoerentes, que identificam defeitos na prestação de serviços ainda que o prestador tenha observado rigorosamente as regras emanadas da CVM. A isso se acrescenta a admissão acrítica pelos tribunais da incidência do CDC em casos em que sequer há parte vulnerável a ser protegida, como ocorre, por exemplo, nos fundos em que os cotistas são investidores profissionais, plenamente capazes de defender seus interesses em paridade de condição com os prestadores de serviços. Disso tudo resulta ambiente de insegurança jurídica e de aversão ao risco, que inibe a mais ampla oferta de produtos por parte dos agentes econômicos. Impõe-se, portanto, a urgente tarefa de aperfeiçoar a interpretação da legislação consumerista, de maneira a proporcionar proteção equilibrada ao cotista, sem, todavia, prejudicar o regular funcionamento do mercado de capitais, tão importante para o desenvolvimento econômico do país.[449]

Em conclusão, deve ter em mente que a assunção de riscos, a possibilidade de perdas, a aleatoriedade, a tomada de decisões de investimento equivocadas e, até mesmo, a interpretação ou utilização incorreta de informações disponíveis são elementos da natureza do mercado de fundos de investimento. A pessoa que não quer se sujeitar a isso não deve participar de tal mercado.

Aquele que, ainda assim, optar por dele participar poderá esperar um leque amplíssimo de informações disponíveis – muito superior e mais sofisticado do que o que teria se seu direito à informação fosse fundamentado exclusivamente no Direito do Consumidor. Entretanto, essa mesma pessoa não pode esperar "blindagem" contra riscos naturais dos investimentos,

---

[449] RENTERIA, Pablo. A Reforma dos Fundos de Investimentos no Projeto de Conversão 17/2019: o CDC, a responsabilidade dos prestadores de serviços e a insolvência civil dos fundos. *Jusbrasil*, [s.d.]. Disponível em: https://flaviotartuce.jusbrasil.com.br/artigos/746582251/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-conversao-17-2019. Acesso em: 15 maio 2022.

rentabilidade garantida ou algum tipo de seguro contra decisões de investimento que lhe causem perdas (sejam as tomadas pelo próprio investidor; sejam as tomadas por terceiros, como o administrador ou o gestor de fundos de investimento, no desempenho de suas atividades).

2.6.2.2 O *suitability* como camada adicional de proteção ao investidor

Segundo a Resolução CVM nº 30/2022, as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição (i.e., os distribuidores) e os consultores de valores mobiliários possuem obrigação de verificar a adequação dos produtos, serviços e operações oferecidas ao perfil do investidor. Trata-se das denominadas regras de *suitability* (termo que pode ser traduzido do inglês como "adequação").

O cumprimento das obrigações de *suitability* se dá mediante a verificação se determinado produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento da pessoa; se a situação financeira do investidor é compatível com tal produto, serviço ou operação; e se o investidor possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação.

Sobre esse particular, ao avaliar quem seriam os destinatários da proteção decorrente das normas da CVM, Ricardo Mafra[450] promove ponderações sobre os tipos de investidores que podem vir a ter interesse em aplicar seus recursos em ativos financeiros no mercado de valores mobiliários.

Mafra observa existirem três categorias de investidores,[451] classificados de acordo com o grau de conhecimento e experiência: (a) em um extremo, há "o investidor leigo e inexperiente, que não possui conhecimentos mínimos de economia financeira e avaliação de investimentos";

---

[450] MAFRA, Ricardo. *A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do dever de informar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

[451] Tal análise é promovida a partir de precedentes do Colegiado da CVM acerca do padrão abstrato do investidor que seria o destinatário das normas editadas pela autarquia. Os precedentes do Colegiado da CVM mencionados pelo autor são os seguintes: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/8116. Relator: Dir. Gustavo Borba. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 30 maio 2017; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003. Relatora: Dir. Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 14 set. 2005; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/8010. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 21 jul. 2015; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 27 jan. 2015; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10290. Relator: Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 13 jun. 2017; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928. Relator: Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 14 abr. 2007.

(b) em outro extremo, o investidor experiente, reconhecido pela regulamentação a partir das figuras dos investidores qualificados e profissionais;[452] e (c) "no meio do caminho", está o investidor médio, que, embora não seja especialista ou profissional do mercado, "compreende conceitos básicos da economia financeira e conhece os riscos associados aos investimentos em valores mobiliários".[453-454]

Indo além, Ricardo Mafra defende que o padrão abstrato de investidor vislumbrado pela CVM como destinatário das normas editadas pela autarquia seria o investidor "médio", "razoável" ou "racional"; e não o investidor "comum" ou "leigo".[455]

Em seu entendimento, ao estabelecer regras de *suitability*, a CVM teria pretendido afastar o investidor leigo do mercado de valores mobiliários. Segundo seu raciocínio, se a regulamentação estabelece a obrigação de determinados agentes assegurarem que o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados a produto, serviço ou operação, consequentemente a pessoa que não possui conhecimento algum deveria ser afastada do mercado de valores mobiliários, valendo citar o seguinte trecho de sua obra:

> [N]ão faria sentido que a CVM, de um lado, impusesse aos participantes do mercado o dever de não oferecer valores mobiliários a investidores inexperientes, que não possuem conhecimento adequado dos riscos associados ao investimento, e, por outro lado, buscasse tutelar o mesmo investidor inexperiente que pretendeu afastar do mercado, adotando-o como padrão objetivo de investidor para fins de definição de

---

[452] Vide subseção 1.8.1 da Seção 1 sobre investidores qualificados e profissionais.

[453] ROSE, Amanda M. The "Reasonable Investor" of Federal Securities Law: Insights from Tort Law's "Reasonable Person" & Suggested Reforms. *The Journal of Corporation Law*, Iowa City, v. 43, n. 1, p. 77-117, 2017. p. 152.

[454] O conceito de investidor "médio", "razoável" ou "racional" estaria em linha com o de "*reasonable investor*", que decorre dos precedentes dos tribunais estadunidenses. Segundo Amanda Rose, sem prejuízo das críticas a esse conceito, a doutrina dos Estados Unidos da América assimila o "*reasonable investor*" como aquele que possua um nível básico de sofisticação financeira, compreendendo os fundamentos do mercado. Afasta, portanto, a ideia de que o "*reasonable investor*" seria o investidor ignorante: "*Notwithstanding the important role the reasonable investor plays in federal securities regulation, 'courts have not spoken with one clear voice on its identity', leaving the figure 'anonymous, elusive, and the subject of much inquiry'. The snippets of judicial guidance on the reasonable investor's characteristics that do exist lead most scholars to envision a rational actor, possessing a basic level of financial sophistication. Case law instructs that 'the reasonable investor grasps market fundamentals — for example, the time value of money, the peril of trusting assumptions, and the potential for unpredictable difficulties to derail new products'. In addition, the 'Supreme Court tells us that courts should not treat reasonable investors like 'nitwits' and ascribe to them 'child-like simplicity'', and 'courts have stated disclosure should not be tailored to 'what is fit for rubes''. Moreover, certain materiality doctrines which have developed in the lower courts (discussed infra) assume that reasonable investors: discount sales talk; if given certain pieces of information, can and will perform mathematical calculations to determine the bottom line; and consider the context surrounding a statement in determining its import. Reasonable investors are not, however, expected to possess skills rising to the level of a trained investment analyst*" (ROSE, op. cit., p. 88-89).

[455] MAFRA, op. cit., p. 163-165. Outro autor citado por Ricardo Mafra e que também conclui que o investidor destinatário da regulamentação da CVM deve ser o "investidor médio" é Fernando de Andrade Mota, em obra sobre o dever de divulgar fatos relevantes pela companhia aberta. Cf. MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015. p. 141.

informação relevante.[456]

O referido autor se utiliza do racional acima exposto para afastar a aplicação do CDC no caso da relação entre investidores e companhias abertas. Afirma que, constatando-se a existência de investidor vulnerável – "que adquire valor mobiliário sem pleno conhecimento de seus riscos e características": (a) ou houve falha de um intermediário na verificação do perfil do mencionado cliente, ao permitir que ele atuasse no mercado; (b) ou o investidor em questão induziu o intermediário a erro, transmitindo a este informações inverídicas para fins de avaliação de seu perfil.[457-458]

Nesse contexto, importante registrar que, para fins deste trabalho, não se pretende se alinhar integralmente com a afirmação de que a regulamentação da CVM pretenderia afastar o investidor leigo do mercado.

Isso porque, em primeiro lugar, existem ativos financeiros cujas características são tão conservadoras que até mesmo investidores leigos poderiam destinar seus recursos (pode-se pensar em fundos de investimentos referenciados cujo risco de perda de recursos investidos é praticamente inexistente – tais fundos, muitas vezes de liquidez diária, são utilizados por muitos investidores como uma espécie de "conta corrente"). Em segundo lugar, ainda que havendo falha do intermediário ou sendo este induzido a erro pelo investidor leigo – de forma que este último consiga efetivamente investir em produtos disponíveis no mercado de valores mobiliários – tal investidor estará abarcado e terá seus direitos resguardado por todo o regime regulatório existente (da mesma maneira que o investidor médio).

Por outro lado, não se pode negar a importância desempenhadas pelas regras de *suitability* cumprem. Tais regras consistem em camada adicional de proteção aos investidores do mercado regulamentado pela CVM, especialmente dos mais inexperientes. Sem prejuízo do robusto regime informacional existente (descrito na subseção anterior), entendeu a autarquia ser pertinente que determinados participantes do mercado promovam a verificação de adequação dos produtos, serviços e operações ao investidor, no intuito de impedir que estes realizem investimentos incompatíveis com seu perfil, capacidade financeira e apetite de risco.

Logo, em havendo interesse, por parte de determinado investidor, em direcionar seus recursos a fundos de investimento, as regras de *suitability* impõem que, primeiramente, seja

---

456 MAFRA, op. cit., p. 165-166.
457 Ibidem, p. 288.
458 Na prática, sabe-se que o investidor poderá simplesmente transmitir informações falsas ao distribuidor ou consultor para ter acesso a diversos tipos de ativos financeiros, ainda que inadequados ao seu perfil de investimento.

verificado se o investidor em questão possui conhecimentos mínimos para que possa subscrever ou adquirir cotas de fundos. Poderão, sim, haver casos em que o grau de vulnerabilidade do investidor seja acentuado a ponto de as regras protetivas do mercado de valores mobiliários não serem suficientes para mitiga-la, de forma que a solução mais prudente seria a alocação de recursos em outros ativos financeiros.

Constatada a existência de tais conhecimentos mínimos, o *suitability* funcionará para balizar as categorias, tipos e fundos específicos aos quais tal investidor está apto a destinar os seus recursos financeiros, sendo sua vulnerabilidade nivelada a partir dos regimes informacional e protetivo anteriormente expostos e, ainda, das prerrogativas a seguir comentadas.

2.6.2.3 Cotistas como detentores de prerrogativas em face do administrador e do gestor

Finalmente, um último aspecto que merece ser destacado diz respeito à possibilidade de alteração unilateral do contrato entre prestadores de serviços essenciais e cotistas por iniciativa destes últimos.

Esse tema será retomado, com maior detalhamento, na subseção 3.2.2 da Seção 3, no qual são analisadas as características do contrato em questão. Neste momento, cabe registrar o seguinte: a formação das relações contratuais entre cotista, de um lado, e administrador e gestor, de outro, via de regra, se dá quando da adesão do primeiro ao regulamento do fundo de investimento, mediante assinatura de termo de adesão e ciência de riscos.

Essa constatação, em primeira análise, poderia servir como argumento para defender a aplicabilidade do arcabouço consumerista à relação em tela. Afinal, contratos de adesão são disciplinados pelo art. 54 do CDC como uma modalidade de contratação inserida no Direito do Consumidor.[459-460]

Contudo, dois aspectos relevantes devem levar a conclusão diversa. Em primeiro lugar, contratos de adesão não existem apenas em relações de consumo, sendo amplamente

---

[459] Nas relações consumeristas, o contrato de adesão é conceituado da seguinte forma pelo Código de Defesa do Consumidor: "Art. 54. Contrato de adesão é aquele cujas cláusulas tenham sido aprovadas pela autoridade competente ou estabelecidas unilateralmente pelo fornecedor de produtos ou serviços, sem que o consumidor possa discutir ou modificar substancialmente seu conteúdo".

[460] Fernando Estevam Bravin Ruy utiliza o fato de as contratações no âmbito do mercado de capitais serem preponderantemente estabelecidas a partir de contratos de adesão como argumento a favor da aplicação do CDC: "Especialmente no mercado financeiro, os tratos jurídicos são, por sua natureza, ágeis e instantâneos, sendo na maioria das vezes coletivos, estando o investidor-consumidor sujeito à contratação sob regras gerais, dentro de um contrato padronizado, justificando uma proteção efetiva, especialmente, conforme razão já exposta anteriormente, quando a relação se dá por meio de adesão contratual, representativa da quase universalidade dos contratos voltados ao investimento" (RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do investidor-consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimentos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. p. 130).

verificados também em relações civis e empresariais.[461] E, em segundo lugar, a adesão dos cotistas ao regulamento do fundo de investimento possui características peculiares, em razão das prerrogativas que o cotista – de forma individual ou atuando em conjunto com os demais – passa a ter perante os prestadores de serviços essenciais do fundo. Essa segunda afirmativa deve ser melhor explicada.

A partir do momento em que o fundo passa a ter cotista(s) – ainda que apenas um –, o administrador e o gestor não têm mais a prerrogativa de alterar o regulamento, salvo em hipóteses muito específicas previstas na regulação.[462]

Essa e outras prerrogativas, na verdade, transferem-se ao cotista único ou à coletividade de cotistas reunida em assembleia geral, conforme o caso. A regulamentação da CVM estabelece, dentre as competências privativas da assembleia geral de cotistas, matérias que incluem a alteração do regulamento do fundo de investimento,[463] alteração das taxas pagas como remuneração ao administrador e ao gestor e, ainda, a substituição de um ou de ambos os prestadores de serviços essenciais.[464] Essas disposições são complementadas por outras que impedem os prestadores de serviços e determinadas partes a eles relacionadas de votar nas assembleias.[465]

Ou seja, em um primeiro momento, quando decide por investir recursos no fundo e estabelecer vínculos contratuais com o administrador e o gestor, o investidor deve optar por aderir integralmente ao regulamento preexistente; ou buscar outro lugar para alocar seus

---

461 Os arts. 423 e 424 do Código Civil, que se inserem nas disposições gerais sobre contratos, fazem referência ao contrato de adesão, evidenciando a possibilidade dessa modalidade de contratação fora de relações consumeristas: "Art. 423. Quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente. Art. 424. Nos contratos de adesão, são nulas as cláusulas que estipulem a renúncia antecipada do aderente a direito resultante da natureza do negócio". Nesse sentido: "Difusamente praticado nas relações de consumo, os contratos de adesão são encontrados também em relações civis e empresariais, como, por exemplo, nos contratos de locação, de franquia e de arrendamento mercantil" (TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos do Direito Civil:* Contrato. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. v. 3, p. 155, versão eletrônica).

462 Vide art. 52 da Resolução CVM nº 175/2022 e subseção 1.4 da Seção 1.

463 Art. 50 da Resolução CVM nº 175/2022: "As alterações do regulamento dependem da prévia aprovação da assembleia de cotistas, salvo nas hipóteses previstas no art. 52".

464 Art. 70 da Resolução CVM nº 175/2022: "Compete privativamente à assembleia de cotistas deliberar sobre: I – as demonstrações contábeis, nos termos do art. 71; II – a substituição de prestador de serviço essencial; III – a emissão de novas cotas, na classe fechada, hipótese na qual deve definir se os cotistas possuirão direito de preferência na subscrição das novas cotas, sem prejuízo do disposto no art. 48, § 2º, inciso VII; IV – a fusão, a incorporação, a cisão, total ou parcial, a transformação ou a liquidação do fundo ou da classe de cotas; V – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 52; VI – o plano de resolução de patrimônio líquido negativo, nos termos do art. 122; e VII – o pedido de declaração judicial de insolvência da classe de cotas [...]".

465 Art. 78 da Resolução CVM nº 175/2022: "Não podem votar nas assembleias de cotistas: I – o prestador de serviço, essencial ou não; II – os sócios, diretores e empregados do prestador de serviço; III – partes relacionadas ao prestador de serviço, seus sócios, diretores e empregados; IV – o cotista que tenha interesse conflitante com o fundo, classe ou subclasse no que se refere à matéria em votação; e V – o cotista, na hipótese de deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade [...]".

recursos. Contudo, a partir do momento em que se torna cotista, tal investidor pode se juntar com outros (ou atuar isoladamente, em caso de fundos exclusivos) e alterar os termos do contrato ao qual aderiu.

O administrador e o gestor, por sua vez, não podem se opor à alteração do regulamento por iniciativa da coletividade de cotistas. Caso haja modificação com a qual discordem, restará aos referidos prestadores essenciais renunciar às suas funções, caso em que promoverão denúncia do contrato, devendo ser observado o disposto na regulamentação acerca da renúncia de tais agentes.[466]

Não se nega que, em termos práticos, na maior parte dos fundos de investimento, especialmente aqueles distribuídos ao público em geral, a efetiva participação dos cotistas nas assembleias gerais e o ativismo entre os cotistas são praticamente inexistentes.[467]

Não obstante, a mera possibilidade de alteração do regulamento do fundo de investimento por iniciativa dos cotistas-aderentes é, por si só, elemento que o diferencia substancialmente dos contratos de adesão em geral, notadamente marcados pela inalterabilidade de seus termos sob a perspectiva do aderente.

Nesse cenário, a possibilidade, por iniciativa dos cotistas, de alteração unilateral do regulamento do fundo e de substituição do administrador e/ou do gestor (mesmo que contra a vontade desses prestadores) são elementos que podem ser acrescidos aos outros analisados anteriormente como niveladores da posição de vulnerabilidade dos cotistas nessas relações jurídicas.[468]

---

[466] Resolução CVM nº 175/2022: "Art. 107. Os prestadores de serviços essenciais devem ser substituídos nas hipóteses de: I – descredenciamento para o exercício da atividade que constitui o serviço prestado ao fundo, por decisão da CVM; II – renúncia; ou III – destituição, por deliberação da assembleia geral de cotistas. Art. 108. Nas hipóteses de descredenciamento ou renúncia, fica o administrador obrigado a convocar imediatamente assembleia geral de cotistas para eleger um substituto, a se realizar no prazo de até 15 (quinze) dias, sendo facultada a convocação da assembleia a cotistas que detenham cotas representativas de ao menos 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo. § 1º. No caso de renúncia, o prestador de serviço essencial deve permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, que deve ocorrer no prazo máximo de: I – 90 (noventa) dias, contados a partir da renúncia, para os fundos de investimento financeiro disciplinados no Anexo Normativo A e fundos mútuos de privatização – FGTS disciplinados no Anexo Normativo F; ou II – 180 (cento e oitenta) dias, contados a partir da renúncia, para as demais categorias de fundos de investimento. § 2º. Caso o prestador de serviço essencial que renunciou não seja substituído dentro do prazo referido no § 1º, o fundo deve ser liquidado, nos termos do Capítulo XIV, devendo o gestor permanecer no exercício de suas funções até a conclusão da liquidação e o administrador até o cancelamento do registro do fundo na CVM [...]".

[467] "Embora prevista na regulamentação da CVM, a assembleia dos cotistas constitui uma 'ficção', pois, na prática do mercado, raramente aparece algum cotista para votar, sendo as decisões tomadas pelo administrador" (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais:* regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 135).

[468] Esse entendimento é corroborado por Mario Tavernard Martins de Carvalho, para quem, na estrutura organizacional dos fundos de investimento, são os cotistas os detentores das principais prerrogativas. De acordo

2.6.3 Conclusão que independe do grau de sofisticação dos cotistas

Por todo o exposto acima, constata-se que eventual vulnerabilidade dos cotistas em suas relações com os prestadores de serviços essenciais é afastada, tendo em vista: (a) a legislação do mercado de valores mobiliários lhe conferir proteção, sob o prisma do acesso à informação, com grau de detalhamento e especialização muito superior ao do CDC; (b) as normas da CVM pretenderem impedir que o investidor realize investimentos incompatíveis com seu perfil, capacidade financeira e noção de riscos; e (c) as prerrogativas que a coletividade de cotistas tem contra os prestadores de serviços essenciais, que incluem a alteração unilateral do contrato com eles celebrado, alterações em suas remunerações e possibilidade de destituição de tais agentes.

Resta, nesse cenário, avaliar se deveria existir alguma diferenciação relacionada ao grau de sofisticação ou profissionalismo de investidores para fins da incidência, ou não, das regras do Direito do Consumidor.

Como visto, embora a jurisprudência do STJ seja vacilante nesse sentido, foram identificados precedentes nos quais o nível de sofisticação do cotista do fundo de investimento foi levado em consideração pelo Tribunal na análise do caso concreto.[469]

Não obstante, mesmo nesses casos, tal aspecto pouco importou para determinar a incidência do CDC: o STJ sempre aplicou o regime consumerista, independentemente da sofisticação do investidor envolvido na lide. Foi utilizado, contudo, como critério para se avaliar se o cotista tinha ciência dos riscos envolvidos na aplicação de seus recursos no fundo de investimento.

Nesse momento, cabe reiterar a crítica feita anteriormente sobre a imprecisão da forma como a sofisticação e a expertise de investidores são avaliadas pelo Tribunal Superior. Em prol da segurança jurídica, sem prejuízos de elementos do caso concreto, tal análise deveria partir

---

com o referido autor, os cotistas se encontram em posição de superioridade quando comparado ao administrador, sendo categórico ao concluir que "não se pode dizer, então, que o cotista seria vulnerável nessa relação": "Na estrutura organizacional dos fundos de investimento, são os cotistas os detentores de maiores prerrogativas, valendo destacar a competência privativa para deliberar sobre o aumento da taxa de administração, a alteração da política de investimento, a emissão de novas cotas, a fusão, a cisão, a transformação e a incorporação do fundo; podendo a assembleia inclusive substituir os próprios administradores. Tendo em vista as competências da assembleia de cotistas, observa-se que estes se encontram em posição de superioridade quando comparados ao administrador. Não se pode dizer, então, que o cotista seria vulnerável nessa relação" (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 234).

469 Vide, dentre todos: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.214.318/RJ. Relator: Min. Sidnei Beneti. Brasília. Data de julgamento: 12 jun. 2012. DJe. de: 19 set. 2012; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 799.241/RJ. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Data de julgamento: 14 ago. 2012. DJe. de: 26 fev. 2013.

dos conceitos de investidores qualificados e profissionais que são adotados há anos pela CVM e permitem, de forma objetiva, diferenciar o público em geral de um grupo mais especializado de investidores. Essa classificação, contudo, é constantemente ignorada nos precedentes do STJ.

Feitas essas considerações, entende-se que a qualificação ou profissionalismo do cotista não deve ser fator determinante para fins de atração, ou não, do regime consumerista.

Isso porque, mesmo o investidor "de varejo" (não qualificado e não profissional) não deve ser considerado vulnerável para fins de atração da legislação consumerista, por ter à sua disposição todo o arcabouço regulatório protetivo do mercado de valores mobiliários, por ter avaliada a adequação de seu perfil aos ativos financeiros pretendidos e por ser detentor de relevantes prerrogativas em face do administrador e do gestor do fundo, dentre outras razões exploradas anteriormente.

Logo, não é porque determinado cotista não se enquadra no conceito de investidor qualificado ou profissional que lhe deva ser aplicado o CDC. Muito pelo contrário: o raciocínio que leva à conclusão de que o cotista de fundo de investimento não deve ser considerado consumidor foi construído em torno da noção do investidor "comum". Se nem o cotista integrante do público em geral deve ser considerado consumidor, menos ainda devem ser o investidor qualificado ou profissional.

Portanto, pelas anteriormente razões expostas, entende-se que o CDC não deve ser aplicado às relações entre cotistas e prestadores de serviços essenciais, independentemente de o fundo de investimento em questão ser formado por recursos de investidores qualificados, profissionais e/ou "de varejo".[470-471]

---

[470] Em sentido semelhante, Mariana Sgarbi conclui o seguinte: "Ao nosso ver, portanto, seria o caso de se verificar as normas especiais da CVM antes de se perquirir a aplicação do CDC. Ao aplica-lo, portanto, deve se levar em conta todo o arcabouço normativo atinente aos fundos, sob pena de se simplificar sobremaneira a discussão, tornando-a idêntica à da aquisição de bens duráveis [...] seja o investidor um pequeno empresário, uma dona de casa ou uma grande corporação, as regras de transparência e informação editadas pela CVM devem permanecer como ponto de partida para protege-los. É dizer: se os prestadores de serviços cumprirem tais normas de informação e transparência, deve-se presumir inexistente a falha na prestação de serviços no que se refere ao dever de informação" (SGARBI, Mariana Loyola Ferreira. Fundos de investimento e Código de defesa do consumidor. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coords.). *Fundos de investimento:* aspectos jurídicos, regulamentares e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 319-320).

[471] Como já evidenciado em trechos anteriores de sua obra, Mario Tavernard Martins de Carvalho é contrário à aplicação do CDC nas relações envolvendo fundos de investimento. Contudo, o autor pondera, de forma subsidiária aos seus argumentos, que, caso ainda assim se entenda que as relações em questão devam ser configuradas como de consumo, deveria ser levada em consideração a sofisticação do investidor. Confira-se sua explicação: "Ainda que – apesar da natureza dos fundos, das prerrogativas dos cotistas e de a essência da relação ser de investimento – entenda-se possível a configuração de relação de consumo, far-se-ia imperioso a efetiva verificação da vulnerabilidade no caso concreto [...] No mercado de capitais, há diversos perfis de

2.7 **Administradores e gestores não são fornecedores para fins do CDC**

Como visto anteriormente, o art. 3º do CDC possui conceito propositalmente amplo e genérico de fornecedor, justamente no intuito de abarcar o maior número possível de agentes. Esse conceito é complementado pelas definições igualmente abrangentes de produto e serviço.

Concluiu-se, na subseção anterior, que o cotista não deve ser considerado consumidor em suas relações com o administrador e o gestor de fundo de investimento. Cabe agora responder outra questão, relacionada à primeira: os administradores e gestores, ao seu turno, devem ser considerados fornecedores nos termos do CDC?

Não há dúvidas de que, em princípio, os prestadores de serviços essenciais atenderiam dois requisitos relevantes para serem enquadrados como fornecedores, pois realizam suas atividades (a) com habitualidade e profissionalismo; e (b) mediante pagamento de remuneração (consistente nas taxas de administração e de gestão que constituem encargos da coletividade de cotistas). Contudo, há outros aspectos que, no caso específico do administrador e do gestor de fundo de investimento, devem ser considerados.

Sobre esse tema, Nelson Eizirik busca afastar a relação de consumo entre cotista e prestadores de serviços essenciais, dentre outros argumentos, sob o fundamento de que os últimos atuariam apenas na intermediação de recursos. Vale transcrever as palavras do referido autor nesse sentido:

> Assim, as instituições financeiras atuam no processo de intermediação financeira, transferindo fundos das pessoas que os têm em excesso (agentes superavitários) para aquelas que deles necessitam (agentes deficitários).
> É pois evidente que entre a instituição financeira administradora do fundo e aqueles que nele investem não se configura uma relação de consumo, uma vez que a instituição financeira repassa tais valores aos emissores dos títulos que compõem a sua carteira, restando clara a sua atividade de intermediação de recursos.[472]

Tal conclusão, embora possa estar correta para outras relações entre instituições bancárias e seus clientes, parece não descrever adequadamente as atribuições do administrador e do

---

investidores. Há investidores que adquirem cotas de fundos de renda fixa oferecidos por bancos do qual são clientes, investidores institucionais, investidores especializados nos ramos de atuação de determinado fundo, investidores qualificados conforme regulamentação da CVM. Não é adequado que todos os investidores sejam vistos da mesma forma. Em muitos casos, os investidores possuem grande experiência e conhecimento do mercado no qual atuam, não havendo de que se falar em vulnerabilidade. Portanto, a simples relação cotista/administrador não seria suficiente para caracterizar relação de consumo" (CARVALHO, op. cit., p. 235-236).

[472] EIZIRIK, op. cit., p. 559.

gestor de fundos de investimento. Por tudo que se viu até aqui sobre as atividades desempenhadas pelos prestadores de serviços essenciais, sabe-se que esta não consiste na mera intermediação entre os cotistas e emissores.

Entende-se, ao contrário, que da relação em questão se origina uma inquestionável prestação de serviços, visto que o administrador e o gestor assumem um papel de receber e, de fato, administrar/gerir os recursos aportados pela coletividade de cotistas nos fundos de investimento, devendo cumprir uma série de obrigações contratuais e regulamentares nesse sentido. Trata-se de atividades desempenhadas em caráter profissional por agentes que devem ser devidamente credenciados, sendo que esse credenciamento contempla uma série de requisitos de qualificação e experiência, justamente de forma a assegurar o profissionalismo daqueles que a exercem.

Não obstante, existem duas principais razões pelas quais o administrador e o gestor não devem ser considerados fornecedores nos termos do CDC. A primeira delas está relacionada ao conceito de fornecedor; ao passo que a segunda diz respeito ao conceito de serviços.

Como ressaltado anteriormente, as definições de consumidor e fornecedor são relacionais, do que se extrai que, para que um agente seja considerado consumidor em um dos polos da relação, deve existir um fornecedor no outro polo, e vice-versa.[473]

Assim, considerando que o cotista do fundo de investimento – independentemente do seu grau de sofisticação – não se enquadra no conceito de consumidor previsto no CDC; consequentemente inexistirá fornecedor no outro polo dessa relação jurídica.

Adicionalmente, o parágrafo segundo do art. 3º do CDC, ao conceituar serviços, faz referência à sua prestação no âmbito do "mercado de consumo". Contudo, também pelas razões expostas anteriormente, verificou-se que a relação entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais do fundo de investimento não se dá no "mercado de consumo", mas sim no "mercado de valores mobiliários", uma vez que os cotistas estão realizando um ato de investir; e não de consumir.

Conclui-se, assim, que por essas duas relevantes razões – consequências lógicas da descaracterização do investidor como consumidor e da natureza do ato de investir –, o administrador e o gestor de fundos de investimento não devem ser considerados fornecedores para fins de incidência do CDC.

2.8 **Incompatibilidade da Lei da Liberdade Econômica com o regime de responsabilidade**

---

[473] MARQUES, op. cit., p. 156-160, versão eletrônica.

civil do CDC

Como detalhado na Seção 1 deste trabalho, a Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) inseriu no Código Civil a moldura legal dos fundos de investimento.[474] Até então, as referências feitas na legislação a tais veículos eram suscintas, ultrapassadas, específicas para determinados tipos de fundo (como o caso da Lei nº 8.668/1993, sobre os fundos imobiliários) ou serviam para outras finalidades, como delimitar os aspectos da tributação dos fundos de investimento.

Dentre as disposições introduzidas pela Lei da Liberdade Econômica no Código Civil, merece destaque, para o raciocínio objeto desta Seção 2, o inciso II do art. 1.368-D, segundo o qual o regulamento do fundo de investimento poderá estabelecer "a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade".

Isso porque a referida disposição legal evidencia uma incompatibilidade entre o regime de responsabilidade do administrador e do gestor por danos causados ao fundo de investimento; com o regime de responsabilidade do fornecedor perante o consumidor nas relações consumeristas.

Como se viu, duas das principais consequências da atração do regime do CDC para determinada relação consistem na aferição objetiva da responsabilidade do fornecedor, bem como na solidariedade entre os integrantes da cadeia de fornecimento de serviços. Tais normas, nos termos do art. 1º do CDC, são de ordem pública e interesse social, não podendo ser afastadas por convenção das partes de uma relação de consumo.

Por outro lado, no caso dos fundos de investimento, a lei permite que o regulamento disponha sobre os parâmetros de aferição da responsabilidade dos prestadores de serviços do fundo, definindo, inclusive, se haverá responsabilidade solidária. Nos termos do referido inciso II do art. 1.368-D do Código Civil, observada a regulamentação da CVM, poderia o regulamento, por exemplo, fixar a apuração subjetiva da responsabilidade do administrador e do gestor e estabelecer que tais agentes não serão solidariamente responsáveis pelos danos causados ao fundo.

---

474 BERNARDO, Daniel Walter Maeda; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Notas sobre os fundos de investimento à luz da Lei da Liberdade Econômica. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 31-42.

Ou seja, permite-se que, pela vontade das partes, sejam afastadas disposições que são cogentes e indispensáveis nas relações consumeristas. No âmbito do regime do Direito do Consumidor, disposições contratuais que mitigassem a apuração objetiva da responsabilidade do fornecedor e a solidariedade entre os integrantes da cadeia de fornecimento seriam prontamente reputadas abusivas.

Assim, quanto à temática da responsabilidade civil, constata-se incompatibilidade entre a disciplina específica dos fundos de investimento introduzida no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica e disposições cogentes do CDC.

Não se pode ignorar, por fim, a observação de que o Projeto de Lei de Conversão nº 17/2019, elaborado pela Comissão Mista criada para apreciar a Medida Provisória nº 881/2019 – que posteriormente seria convertida na Lei da Liberdade Econômica – propunha a inclusão de parágrafo no art. 1.368-C do Código Civil, com a seguinte redação: "não se aplica o disposto na Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990, para a relação entre os cotistas e o fundo de investimento".[475]

O dispositivo, embora com redação imprecisa do ponto de vista técnico,[476] poderia ter posto fim definitivo às discussões sobre a aplicabilidade do CDC às relações entre cotista e os prestadores de serviço dos fundos de investimento. Todavia, não constou da redação final que foi submetida a votação inicialmente pela Câmara dos Deputados e, posteriormente, pelo Senado Federal. Tal modificação de redação não contou com justificativas reduzidas a escrito.[477] Não há registro, portanto, da razão pela qual não constou da versão do documento submetida a votação.

De todo modo, o fato de inexistir referência expressa, no Código Civil, à inaplicabilidade do CDC às relações entre cotistas e prestadores de serviços essenciais dos fundos de investimento não modifica as conclusões acima expostas; nem deve ser utilizado como argumento

---

475 BRASIL. *Projeto de Lei de Conversão nº 17, de 2019*. Brasília, 11 jul. 2019. Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7979447&ts=1630452016256&disposition=inline. Acesso em: 18 set. 2022.

476 Entende-se imprecisa a redação uma vez que inexiste relação entre "o cotista", de um lado, e "o fundo de investimento", de outro. O fundo possui natureza de condomínio e, portanto, é formado pela coletividade de cotistas, consistindo, ele próprio, em ente despersonalizado. Logo, seria possível falar de relações entre os diversos cotistas (entre si) ou de relações da coletividade de cotistas com os prestadores de serviços do fundo; mas não de relação entre "cotista e o fundo". Nesse sentido, como o dispositivo em questão faz referência ao CDC, entende-se que está tratando das relações entre cotistas e prestadores de serviço do fundo.

477 Foram analisadas todas as Emendas à redação original do Projeto de Lei de Conversão nº 17/2019 aprovadas pelo Plenário (notadamente, as Emendas de nºs 3, 8, 20, 21, 25, 40, 41, 43, 51, 52, 55, 61, 63, 65, 67, 68, 78, 91, 92, 97, 98, 100, 111 a 114; 116, 117, 119, 120, 126, 128 a 130, 133, 135, 138, 139, 146, 148, 150, 155, 158, 164 a 166; 170, 171, 173, 177, 185, 192, 194, 198, 202, 205, 212, 214, 215, 217 a 220; 227, 229, 230, 240, 242, 244, 249, 251, 254, 260, 262, 269 a 271; 277, 278, 284 e 294) e não se identificou, em qualquer uma delas, justificativa expressa para a exclusão do dispositivo em questão.

para atrair o arcabouço consumerista para a relação em tela. A inaplicabilidade do Direito do Consumidor, por todo o exposto acima, decorre do não enquadramento do cotista no conceito de consumidor; do não enquadramento do administrador ou do gestor no conceito de fornecedor; e, ainda, da incompatibilidade entre o disposto no art. 1.368-D, inciso II, com o regime consumerista.

2.9 **Outros argumentos contrários à incidência do CDC na relação entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais**

Conforme demonstrado nas subseções anteriores, a verificação se as relações entre cotistas e prestadores de serviços essenciais dos fundos de investimento deve ser considerada "de consumo" perpassa pela análise dos enquadramentos do primeiro como consumidor; e dos segundos como fornecedores. A conclusão dessa análise em ambos os, à luz do exposto anteriormente, é que não se verificam os referidos enquadramentos.

Não obstante, outros dois argumentos contrários à aplicação do CDC são costumeiramente colocados pela doutrina e devem ser objeto de breves comentários.

Em primeiro lugar, há autores que defendem existir relações de natureza societária (ou semelhante) entre o cotista e o administrador ou gestor de fundos de investimento, razão pela qual as relações entre tais agentes deveriam ser regidas pelas regras de Direito Societário, tal como se verifica no vínculo entre acionistas e companhia.[478] São partidários desse entendimento Ricardo de Santos Freitas[479] e Mario Tavernard Martins de Carvalho.[480]

---

[478] Em 2020, a Terceira Turma do STJ deu provimento a Recurso Especial interposto para reformar decisão proferida pelo Tribunal *a quo* que havia reconhecido, de forma estarrecedora, a existência de relação de consumo entre acionista minoritário e companhia aberta: "2. Cinge-se a controvérsia a perquirir se incidentes na relação entre o investidor acionista e a sociedade anônima as regras protetivas do direito do consumidor a ensejar, em consequência, a inversão do ônus da prova do pagamento de dividendos pleiteado na via judicial. 3. Não é possível identificar na atividade de aquisição de ações nenhuma prestação de serviço por parte da instituição financeira, mas, sim, relação de cunho puramente societário e empresarial. 4. A não adequação aos conceitos legais de consumidor e fornecedor descaracteriza a relação jurídica de consumo, afastando-a, portanto, do âmbito de aplicação do Código de Defesa do Consumidor. 5. Não se aplica o Código de Defesa do Consumidor às relações entre acionistas investidores e a sociedade anônima de capital aberto com ações negociadas no mercado de valores mobiliários" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.685.098/SP. Relator para acórdão: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 10 mar. 2020. DJe. de: 7 maio 2020).

[479] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 217-228.

[480] "De início, considerando que os fundos de investimento são, de fato, sociedades, não seria plausível pensar existir relação de consumo entre os sócios e o administrador. Se assim fosse, os acionistas poderiam sempre requerer reparações dos administradores das companhias por insucessos que representassem resultados piores do que os esperados, o que se mostraria demasiadamente subjetivo. Ainda que no caso dos fundos de

Sem prejuízo da relevância dessas considerações, conforme esclarecido na subseção 1.2 da Seção 1, a Lei da Liberdade Econômica reforçou a natureza jurídica do fundo de investimento como um condomínio.[481] Ainda que a figura do cotista se aproxime, em muitos aspectos da figura do acionista de uma companhia – especialmente no que diz respeito aos seus direitos políticos e patrimoniais –, a ausência de personalidade jurídica do fundo de investimento e o estabelecimento de vínculos diretos de prestação de serviços entre a coletividade de cotistas e o administrador e o gestor[482] do fundo fazem com que a comparação entre cotistas e acionistas perca força e não seja determinante para afastar a incidência do Direito do Consumidor nas relações jurídicas em tela.

Não se quer aqui concordar que a natureza condominial do fundo de investimento foi a decisão mais acertada do legislador à vista das alternativas a ele disponíveis. Entretanto, fato é que se trata do modelo adotado, que se diferencia substancialmente daquele existente nas companhias.

Em segundo lugar, há o argumento a partir do qual as atividades desempenhadas pelo administrador e pelo gestor dos fundos de investimento são regulamentadas e fiscalizadas pela CVM, entidade especializada para "[...] tutelar os direitos dos investidores, dada a complexidade técnica que se requerer para identificar os problemas advindos da relação entre as instituições financeiras e seus clientes".[483] Logo, busca-se justificar o afastamento do regime do CDC aos cotistas dos fundos de investimento uma vez a administração fiduciária e gestão de recursos consistirem em atividades reguladas pela CVM.

Com efeito, não é a mera constatação de que se trata de atividade regulada ou a existência da CVM que afastam o regime do Direito do Consumidor.[484] Se fosse simples assim, não haveria que se falar na existência de consumidores em outros setores regulados, tais como,

---

investimento se trate de administrador externo, não há razões para distinções no tocante às características da relação com os sócios" (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 233-234).

481 Nesse sentido: "[...] cumpre ressaltar que o direito positivo coloca a natureza dos fundos de investimento como condominial e não societária. Além disso, o administrador na regulação administrativa é tomado como prestador de serviços, externo ao condomínio, e não integrante do suposto ente societário" (LEITE, Carlos Alexandre Corrêa; XAVIER, Yanko Marcius de Alencar; ALVES, Fabrício Germano. Código de Defesa do Consumidor aplicado aos fundos de investimento deveres e responsabilidade do administrador. *Revista Jurídica da Presidência [recurso eletrônico]*, Brasília, v. 17, n. 112, p. 259-291, jun./set. 2015. p. 275).

482 No caso das sociedades, são estas, munidas de personalidade jurídica, que são sujeito de direito nas relações com seus administradores.

483 EIZIRIK, Nelson. Fundo de Investimento. Não aplicação do CDC aos Quotistas. Fato do Príncipe Consistente na Mudança das Regras de Contabilização dos Títulos de sua Carteira. _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 561.

484 "[...] a simples existência de um ente administrativo para a regulação dos valores mobiliários não é idônea a excluir a incidência das normas de Direito do Consumidor" (LEITE; XAVIER; ALVES, op. cit., p. 275).

exemplificativamente, os de consumo de energia elétrica (no qual as atividades das distribuidoras são fortemente reguladas e fiscalizadas pela Agência Nacional de Energia Elétrica), de transporte aéreo (em que diversas normas editadas pela Agência Nacional de Aviação Civil são destinadas à proteção dos passageiros) ou de telefonia (cujas concessionárias devem observar as normas da Agência Nacional de Telecomunicações).[485]

Sobre essa matéria, Claudia Lima Marques se dedica a explicar a questão da correlação entre as leis especiais (inclusive setoriais) e o CDC, concluindo existir entre estas o denominado "diálogo das fontes", que engloba "diálogo sistemático de coerência, diálogo sistemático de complementaridade ou subsidiariedade e diálogo de adaptação ou coordenação". Sua conclusão, acompanhada pelos Tribunais, vai no sentido de inexistir, em princípio, incompatibilidade na aplicação conjunta do CDC e de outras normas protetivas aos destinatários de atividades reguladas.[486]

Ou seja, não é apenas porque as atividades desempenhadas pelo administrador e pelo gestor de fundos são reguladas pela CVM que as relações de tais agentes com o investidor devem ser prontamente retiradas do regime consumerista. Não obstante, sem prejuízo dessa constatação, conforme exposto nas páginas anteriores, aspectos particulares da regulamentação destinada à proteção do investidor são determinantes para afastar sua eventual vulnerabilidade, o que, alienado a outros elementos também estudados, leva à dissociação das figuras do cotista de fundo de investimento e do consumidor.

2.10 **Conclusão parcial**

Como foi demonstrado ao longo desta Seção, o STJ possui jurisprudência reconhecendo que a relação entre cotistas de fundos de investimento, de um lado, e administradores e gestores de tais veículos, de outro, está sujeita aos preceitos do Direito do Consumidor.

Sem prejuízo dessa constatação, foram analisados e criticados os principais

---

485 A jurisprudência do STJ é pacífica no sentido de que a existência de regulamentação setorial não afasta a aplicação da legislação de defesa do consumidor. Dentre todos, confira-se o seguinte trecho de ementa do Tribunal: "Tal atuação, no entanto, não exclui nem se confunde com o exercício da atividade regulatória setorial realizada pelas agências criadas por lei, cuja preocupação não se restringe à tutela particular do consumidor, mas abrange a execução do serviço público em seus vários aspectos, a exemplo, da continuidade e universalização do serviço, da preservação do equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão e da modicidade tarifária" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Recurso Especial nº 1.138.591/RJ. Relator: Min. Castro Meira. Brasília. Data de julgamento: 22 set. 2009. DJe. de: 5 out. 2009).

486 MARQUES, Claudia Lima. Diálogo das Fontes. In: BENJAMIN, Antonio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 225-236, versão eletrônica.

fundamentos desse posicionamento do STJ, ressaltando-se, principalmente, que: (a) administradores de carteira não necessariamente são instituições financeiras, do que resulta ser inadequada a aplicação indiscriminada do Enunciado nº 297 da Súmula do Tribunal a tais agentes; (b) o STJ confunde as funções efetivamente desempenhadas pelos administradores e gestores de fundos com atividades de outros agentes (como da instituição bancária que oferece produtos de investimentos aos seus correntistas); (c) a expertise e sofisticação do cotista-investidor, no caso concreto, é avaliada de forma atécnica (sem referência à regulamentação da CVM) e, por vezes, desconsiderada; e (d) a referência às "operações arriscadas" como espécies de "má-gestão" parece ilógica no âmbito de um instituto que tem a assunção de riscos pelo investidor como elemento a ele inerente.

Nesse cenário, constatou-se a ausência, nos precedentes do STJ, da verificação do enquadramento dos cotistas do fundo de investimento no conceito legal de consumidor; e do administrador e do gestor no conceito legal de fornecedor. Tal análise, que deveria ser o ponto de partida da apreciação do tema pelo Tribunal, foi deixada de lado e substituída por premissas equivocadas (como a de que os prestadores de serviços essenciais sempre seriam instituições financeiras e, por essa razão, o debate sobre sua qualificação como fornecedores estaria superado pela decisão do STF na ADI nº 2.591-1/DF).

Com efeito, sobre o conceito de consumidor, tem-se que a doutrina e a jurisprudência adotam, de forma pacífica, a chamada teoria finalista aprofundada, segundo a qual o consumidor deve ser o destinatário fático e econômico do produto ou serviço obtido junto ao fornecedor, requisito que deve ser ponderado, no caso concreto, à vista da vulnerabilidade de um dos polos da relação em comparação com o outro. Cabe reforçar que, para os adeptos dessa teoria, o objetivo de lucro do destinatário dos produtos ou serviços pode descaracterizar a destinação final econômica exigida.

Tendo isso em mente, verificou-se que a atividade de investir não se confunde com a de consumir. Investimento e consumo são conceitos antinômicos e, sob esse prisma, a subscrição ou aquisição de cotas de fundos de investimento devem ser considerados atos de investimentos, não de consumo.

As relações contratuais estabelecidas entre o cotista e os prestadores de serviços essenciais não se dão no mercado de consumo; mas no mercado de valores mobiliários. Assim, o objetivo do cotista, ao subscrever ou adquirir cotas de fundos de investimento, consiste em ver valorizadas tais cotas e, após decurso do tempo, resgatá-las ou aliená-las auferindo resultados positivos (i.e., lucro).

Adicionalmente, o investidor que subscreve ou adquire cotas de fundos de investimento

não se torna um mero tomador de serviços. Assume uma posição jurídica qualificada perante o administrador e o gestor, com todos os direitos e prerrogativas, políticos ou patrimoniais, daí decorrentes.

Nesse contexto, entende-se que a eventual posição de vulnerabilidade que atrairia o regime do CDC é afastada em razão de características próprias do regime aplicável ao investidor do mercado de valores mobiliários.

Em primeiro lugar, existe um arcabouço regulatório destinado à proteção do investidor – especialmente sob o aspecto informacional – mais completo e compatível com as especificidades do mercado de valores mobiliários que o CDC. Em segundo lugar, como se demonstrou, existem mecanismos para impedir que o investidor realize investimentos incompatíveis com seu perfil, capacidade financeira e noção de riscos (*suitability*). Finalmente, os cotistas de fundos de investimento possuem determinadas prerrogativas em face dos prestadores de serviços essenciais que lhes conferem certo grau de autotutela (inclusive de alterar unilateralmente o regulamento do fundo; reduzir a remuneração do administrador e do gestor; ou destituir tais agentes de suas funções).

Por essas razões, concluiu-se que o cotista de fundo de investimento não deve ser enquadrado no conceito de consumidor previsto no CDC. Essa solução, inclusive, independe do grau de sofisticação do cotista, que não consiste em um fator determinante para essa análise.

Como consequência lógica da descaracterização do investidor como consumidor e da natureza do ato de investir, o administrador e o gestor de fundos de investimento não devem ser tidos como fornecedores. Essa afirmação decorre, principalmente, dos fatos de (a) as definições de consumidor e fornecedor serem relacionais, de modo que, inexistindo consumidor em um dos polos da relação, não há que se falar em fornecedor no outro; e (b) a atividade de investir em cotas de fundos de investimento ser realizada no âmbito do "mercado de valores mobiliários", e não no "mercado de consumo".

Vale registrar, ainda, que a submissão de uma relação formada no mercado de valores mobiliários ao Direito do Consumidor resultaria na indesejada consequência de se atrair institutos incompatíveis e desarrazoados, que fazem apenas aumentar a insegurança jurídica dos participantes de tal relação. É o caso, por exemplo, da aferição objetiva da responsabilidade civil do administrador e do gestor; e, ainda, da solidariedade destes e de outros agentes, por integrarem a mesma cadeia de fornecimento.

Tais consequências – que são de ordem pública para as relações sujeitas ao CDC – são contrárias às disposições sobre fundos de investimento introduzidas pela Lei da Liberdade Econômica no Código Civil.

Com efeito, o inciso II do art. 1.368-D do Código Civil permite que o regulamento do fundo de investimento estabeleça a forma de aferição da responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais, inclusive para prever a inexistência de solidariedade entre tais agentes. Ou seja, permite-se que, contratualmente, sejam afastadas disposições que seriam cogentes nas relações consumeristas.

Assim, seja pelo não enquadramento do cotista do fundo de investimento no conceito de consumidor; seja pela inadequação da subsunção do administrador e do gestor ao conceito de fornecedor; seja, ainda, pela incompatibilidade dos preceitos do CDC sobre responsabilidade civil com a Lei da Liberdade Econômica, conclui-se que as relações jurídicas entre cotistas, de um lado, e administradores e gestores, do outro lado, não devem ser caracterizadas como "de consumo", não estando sujeitas aos preceitos do Direito do Consumidor.

3 O REGIME DE RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DO FUNDO DE INVESTIMENTO

Exaustivamente analisadas, na Seção anterior, as questões relacionadas à não-sujeição do regime de responsabilidade civil do administrador e do gestor do fundo de investimento aos preceitos do Direito do Consumidor, o tema fica superado para fins deste trabalho, concluindo-se pela inaplicabilidade do regime consumerista à hipótese em tela.

Partindo-se dessa premissa, é necessário, então, avançar para a complexa tarefa de delimitar o regime de responsabilidade civil em questão, a partir da sistematização de seus elementos e parâmetros.

Para tanto, será inicialmente avaliado, no início desta Seção, se a responsabilidade civil do gestor e do administrador por danos ao patrimônio do fundo de investimento, quanto à relação entre os sujeitos, possui natureza contratual ou extracontratual.

Na sequência, no que diz respeito à forma de aferição da responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais, este trabalho se ocupará de verificar se tal aferição deve se dar objetiva ou subjetivamente. Sobre esse particular, serão analisadas questões como a aplicação da noção de culpa normativa à atividade desempenhada por tais agentes, a responsabilidade pelo insucesso do investimento e por informações transmitidas ao potencial investidor e a eventual participação dos cotistas na definição da estratégia de investimento do fundo, dentre outras discussões relevantes.

Há que se reservar algumas páginas, ainda, ao tema da solidariedade, não apenas entre o administrador e o gestor, mas também entre estes e os terceiros por eles contratados em nome do fundo de investimento.

Finalmente, serão feitas considerações sobre outras matérias que tangenciam o tema principal deste trabalho, notadamente: (a) o regime de responsabilidade dos diretores do administrador e do gestor, em face de determinadas funções a eles reservadas pela regulação; (b) a responsabilidade pelas obrigações assumidas, pelo administrador ou pelo gestor, atuando na posição de representantes do fundo de investimento; e (c) o prazo prescricional da pretensão de responsabilização dos prestadores de serviços essenciais.

3.1 Responsabilidade civil do administrador e do gestor quanto à relação entre os sujeitos

A responsabilidade civil, classificada quanto à relação entre os sujeitos, divide-se em responsabilidade contratual e extracontratual. Diz-se, inclusive, que essa já foi a *summa divisio*

da responsabilidade civil.[487]

Esta subseção tem por objetivo avaliar o estado da arte da diferenciação entre responsabilidade civil contratual e extracontratual e, a partir desse estudo, perquirir em qual dessas classificações a responsabilidade civil dos administradores e gestores por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento se insere.

3.1.1 Responsabilidade civil contratual e extracontratual

A obrigação de indenizar decorre de uma conduta antijurídica, praticada por determinado agente, que tenha causado dano a outro. A referida conduta, para que atenda ao requisito da antijuridicidade, deve ser contrária à norma jurídica estatal (i.e., a legislação em vigor) ou negocial (i.e., de negócio jurídico celebrado entre tais agentes).[488]

Tanto a norma jurídica estatal, quanto a negocial, são fontes de obrigações para sujeitos de direito.[489] Partindo-se dessa premissa, tradicionalmente, a diferenciação entre responsabilidade civil contratual e extracontratual estava relacionada, justamente, à fonte da obrigação que, uma vez violada, resultou em dano a alguém.

Se houvesse infração a norma negocial (autoimposta), estar-se-ia diante de responsabilidade civil contratual. Caso, por outro lado, o dano decorresse da inobservância de deveres impostos pelo Estado ao agente (a partir de suas leis, regulamentos, decisões etc.),[490] a responsabilidade civil seria aquiliana ou extracontratual.[491-492]

Diversos aspectos levaram os civilistas a se questionar se, de fato, a fonte da obrigação violada seria o melhor critério para diferenciar a responsabilidade contratual da extracontratual. O surgimento de deveres de conduta implícitos na cláusula geral de boa-fé objetiva, que devem permear todas as relações contratuais, é talvez o principal aspecto que levou a tal reflexão. Afinal, em não havendo previsão expressa do dever de conduta violado no contrato entre as

---

487 CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A Culpa na Responsabilidade Civil:* Estrutura e Função. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 75.

488 TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Fundamentos do Direito Civil:* Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2021. v. 4, p. 49, versão eletrônica.

489 PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade Civil*. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 324.

490 Caio Mário da Silva Pereira cita, como exemplos da "declaração de vontade do Estado por meio de seus órgãos competentes" a "lei, o regulamento administrativo, o provimento judicial" (Ibidem, p. 323).

491 TEPEDINO; TERRA; GUEDES, op. cit., p. 49, versão eletrônica.

492 "O termo aquiliana deriva da *Lex Aquilia*, uma norma de origem romana, que data provavelmente do século III. De acordo com essa lei, quem, por exemplo, matasse um escravo ou um quadrúpede (notadamente o gado) de outrem ficava obrigado a reparar o lesado com o mais alto valor que aquele bem recebera naquele ano. Em suma, a *Lex Aquiliana* estipulou o dever de reparar o mal de acordo com o valor do dano causado, conceito que se mantém até os nossos dias" (CASTRO NEVES, José Roberto de. *Direito das Obrigações*. 7. ed. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2017. p. 278).

partes, mas decorrendo ele da própria boa-fé objetiva, estar-se-ia diante de hipótese de responsabilidade civil contratual ou extracontratual?[493]

Por isso, em sua concepção mais moderna, a diferença entre responsabilidade civil contratual e extracontratual não mais se assenta na fonte da obrigação violada propriamente dita. A responsabilidade civil contratual tem como base, na verdade, a preexistência de uma relação contratual válida entre as partes envolvidas (a causadora do dano e a vítima); e o fato de o dano decorrer do descumprimento de dever originado de tal vínculo, ainda que não expressamente previsto no instrumento contratual.

Nas palavras de Gustavo Tepedino, Aline Terra e Gisela Sampaio Guedes: "[o] traço característico da responsabilidade civil contratual reside, por conseguinte, na aproximação peculiar, prévia à ocorrência do dano, entre a vítima e o agente causador da lesão, consubstanciada na relação contratual em cujo bojo se dá a infração geradora do dever de indenizar".[494] No mesmo sentido, confira-se as lições de Orlando Gomes, para quem a expressão "responsabilidade contratual" deve ser considerada imprópria, por transmitir a falsa ideia de que se refere apenas ao inadimplemento de obrigação contratualmente assumida:

> A responsabilidade por infração de dever oriundo de vínculo obrigacional denomina-se impropriamente responsabilidade contratual. Pelo nome, tem-se a falsa idéia de que se refere tão-somente ao inadimplemento culposo de obrigação assumida contratualmente. Compreende, no entanto, todos os casos de inexecução voluntária, seja qual for a fonte da obrigação. Configura-se, igualmente, quando a obrigação deriva de declaração unilateral de vontade ou de situações legais que se regulam como se fossem contratuais. O que importa para sua caracterização é a preexistência da relação obrigacional, de modo que o dever de indenizar se apresenta, necessariamente, em termos nos quais, como observa Rugiero, o *id quod interest* se substitui ou é aumentado. Na responsabilidade extracontratual, a obrigação de indenizar surge como conteúdo imediato de obrigação imposta pela lei. É nesse momento que se forma a relação jurídica entre o autor e a vítima de dano.
> [...] Não obstante sua impropriedade, a expressão responsabilidade contratual não deve ser substituída, porque consagrada.[495]

Desse modo, é possível afirmar que condutas contrárias a obrigações previstas na

---

493 "Nesse cenário, já não se pode afirmar que a responsabilidade contratual nasce necessariamente da violação de dever preexistente específico, estipulado por convenção entre as partes, em contraposição à responsabilidade extracontratual, que se originaria da infração à lei ou a princípio geral de direito. Se assim fosse, a violação, pelo contratante, de deveres de conduta impostos pela boa-fé objetiva encerraria hipótese de responsabilidade extracontratual, o que não se sustenta" (TEPEDINO; TERRA; GUEDES, op. cit., p. 49-50, versão eletrônica).

494 Ibidem, p. 50, versão eletrônica. Ainda segundo tais autores: "Em definitivo, para a configuração da responsabilidade contratual, mostra-se mais e mais reduzida a importância da origem do dever violado, vale dizer, se se trata de dever de conduta decorrente da boa-fé objetiva imposto pela sistemática obrigacional, ou de dever de prestação estabelecido a partir da autonomia privada dos contratantes. O que releva é que o dano resulte do inadimplemento absoluto ou relativo da prestação, independentemente da classificação do dever cuja inexecução conduziu ao resultado danoso" (Ibidem, p. 50-51, versão eletrônica).

495 GOMES, Orlando. *Obrigações*. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 179-180.

legislação, mas aplicáveis apenas porque preexiste uma relação contratual entre a parte causadora do dano e a vítima, dão causa a situações de responsabilidade civil contratual, ainda que as obrigações violadas não constem expressamente do negócio jurídico celebrado.[496]

Não por outra razão, para José de Aguiar Dias, a responsabilidade civil contratual necessariamente pressupõe um negócio jurídico existente; válido; e estipulado entre o responsável e a vítima.[497]

Nesse contexto, na lei brasileira, afirma-se que a responsabilidade civil extracontratual foi positivada nas disposições dos arts. 186, 187 e 927 do Código Civil;[498] ao passo que a responsabilidade civil contratual decorre do disposto no art. 389 do mesmo diploma legal.[499-500]

A doutrina destaca existir quem entenda desnecessária essa dualidade de tratamento da responsabilidade civil. Para os partidários dessa posição, em ambos os casos, para que seja configurado o dever de indenizar, devem estar presentes os três elementos: dano, conduta do agente (conduta culposa[501] ou, observadas as hipóteses legais, atividade que implique risco para os direitos de outrem) e nexo de causalidade entre os referidos elementos (os quais serão estudados em detalhes na subseção 3.3.1 desta Seção).[502] Não obstante, no ordenamento jurídico brasileiro, entende-se que a dicotomia ainda possui importância prática quanto a alguns de seus efeitos.

Dentre os referidos efeitos práticos, tradicionalmente afirma-se que o credor de obrigação contratual não necessita fazer prova da culpa do devedor: esta é presumida caso a prestação contratual não tenha sido cumprida no prazo estipulado, bastando ao credor comprovar esse inadimplemento; e cabendo ao devedor, se for o caso, o ônus de afastar a presunção. Por outro

---

496 Nas palavras de Carlos Roberto Gonçalves: "a responsabilidade contratual abrange também o inadimplemento ou mora relativos a qualquer obrigação, ainda que proveniente de um negócio unilateral (como o testamento, a procuração ou a promessa de recompensa) ou da lei (como a obrigação de prestar alimentos)" (GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro:* responsabilidade civil. São Paulo: Saraiva, 2007. v. IV, p. 27).

497 DIAS, José de Aguiar. *Da Responsabilidade Civil*. 10. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995. v. I, p. 132.

498 Código Civil: "Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito. Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes [...] Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo".

499 Código Civil: "Art. 389. Não cumprida a obrigação, responde o devedor por perdas e danos, mais juros e atualização monetária segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, e honorários de advogado".

500 RODRIGUES, Sílvio. *Direito Civil*: responsabilidade civil. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 8.

501 Marcelo Junqueira Calixto menciona existirem autores que enxergam, na apreciação da culpa, diferenças entre a responsabilidade contratual e extracontratual. Na primeira, a culpa deveria ser apreciada em concreto; ao passo que na segunda, seria apreciada abstratamente. Não obstante, conclui o autor, citando outras referências doutrinárias, que inexiste diferença ontológica entre as culpas, mas sim unidade (CALIXTO, op. cit., p. 82-84).

502 GONÇALVES, op. cit., p. 27.

lado, na responsabilidade civil aquiliana, faz-se necessário à vítima demonstrar a culpa do agente causador do dano.[503] Ou seja, a diferenciação é importante para fins de distribuição do ônus da prova quanto à culpa do causador do dano.

Não obstante, o acima afirmado sobre ônus da prova é, atualmente, mitigado em razão da natureza da obrigação contratual que se alega ter sido descumprida. Na subseção a seguir, será discutida a diferença entre obrigações de resultado e de meio. Por ora, basta mencionar que, em se tratando das primeiras, é suficiente que o credor comprove não ter recebido o resultado pactuado para que se presuma a culpa do devedor (em linha com a noção tradicional); ao passo que, nas obrigações de meio, faz-se necessário demonstrar que houve desvio do padrão de conduta esperado do devedor no cumprimento de sua prestação, visto o devedor não assumir a obrigação de atingir um resultado específico, mas apenas de envidar seus melhores esforços para alcançá-lo.[504]

Adicionalmente, também sob o aspecto prático, afirma-se que a responsabilidade contratual deverá resultar, prioritariamente, na condenação do devedor a cumprir a prestação devida, quer se trate de obrigação de dar; de fazer; ou de não fazer (a denominada *execução específica*). Apenas se o credor não tiver mais interesse na prestação, se esta não tiver utilidade ou se for impossível seu cumprimento, é que a obrigação original se transmutará em dever de reparar o desequilíbrio patrimonial daí decorrente.[505] Nas hipóteses de responsabilidade extracontratual, por esta decorrer de ato ilícito, em violação de obrigação de não-fazer, a condenação

---

503 "É preciso saber que o credor, em virtude de um contrato, se acha, quanto à prova, numa situação bem superior à do credor delitual, por exemplo, à da vítima dum acidente; porque, ao contrário deste, não tem a fazer a prova da falta cometida por seu adversário, réu no processo. Assim, se tratei com um empreiteiro a construção de uma casa que deveria ser concluída em data prefixada, posso, se essa obrigação não é executada no dia determinado, constituir em mora o empreiteiro e reclamar-lhe perdas e danos, sem ter de demonstrar que êle cometeu uma infração; ou, se quiserem, a só inexecução do contrato constitue uma falta pela qual o devedor deve reparação, salvo se provar o caso de fôrça maior. Em tais condições, é evidente que a vítima dum dano tenha interesse em apresentar-se como credor contratual e não delitual; lançaria então sobre seu adversário o ônus da prova" (JOSSERAND, Louis. Evolução da Responsabilidade Civil. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. LXXXVI n. 454, p. 548-559, abr. 1941. p. 557).

504 "Cuidando-se de obrigação de resultado, considera-se inadimplente o devedor que não entrega ao credor o resultado prometido, bastando, portanto, provar-se o não recebimento do resultado para se presumir a culpa do devedor. No entanto, tratando-se de obrigação de meio, em que incumbe ao devedor envidar os seus melhores esforços para que seja reputado adimplente, o inadimplemento não pode consistir na não obtenção do propósito perseguido pelo credor, consubstanciando-se, outrossim, no desvio do padrão de conduta esperado do devedor, análise que acaba por equivaler à aferição da culpa normativa no âmbito da responsabilidade aquiliana. Com efeito, em presença de obrigação de meio, a presunção de culpa a partir do inadimplemento não assume a mesma utilidade identificada no âmbito de obrigação de resultado, esmaecendo, já por isso, a *summa divisio* entre as duas tradicionais categorias de responsabilidade" (TEPEDINO; TERRA; GUEDES, op. cit., p. 51-52, versão eletrônica).

505 CASTRO NEVES, op. cit., p. 279.

normalmente será de reparação de tal dano.[506]

Finalmente, tendo em vista a atual jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) sobre o tema, a distinção entre responsabilidade civil contratual e extracontratual tem importância prática em razão dos distintos prazos prescricionais aplicados às pretensões reparatórias decorrentes de uma e de outra (de dez anos no caso de responsabilidade contratual; e de três anos se a responsabilidade for extracontratual). Esse tema será retomado e aprofundado na subseção 3.7).

3.1.2 A responsabilidade civil contratual do administrador e do gestor de fundos de investimento

Conforme analisado em detalhes anteriormente neste trabalho, o principal documento que rege o fundo de investimento é o seu regulamento. Tal documento deve contemplar matérias que a CVM considera essenciais,[507] disciplinando, em detalhes, as regras de funcionamento do fundo.

Nesse sentido, o investidor se torna cotista e passa a integrar o fundo de investimento mediante adesão ao regulamento. Da mesma forma, as relações jurídicas entre cada cotista e o administrador e o gestor são estabelecidas a partir do momento em que o cotista em questão adere formalmente ao regulamento do fundo.

Cada cotista deve assinar um "termo de adesão e ciência de risco" ao ingressar no fundo de investimento, por meio do qual atesta que teve acesso ao inteiro teor do regulamento e que tem ciência dos fatores de risco envolvidos no fundo ou classe de cotas, da inexistência de garantias contra eventuais perdas patrimoniais e que as estratégias de investimento podem resultar em perdas até mesmo superiores ao capital aplicado (dependendo do regime de responsabilidade do cotista adotado pelo fundo).[508]

---

[506] "Por seu turno, na responsabilidade extracontratual a originária conduta devida, consistente na obrigação de não fazer (não lesar o outro), de cunho não patrimonial, transforma-se em outra obrigação, a de reparar, com seu patrimônio, o dano sofrido pela vítima. Em ambas há, com efeito, conversão das condutas originariamente devidas" (LÔBO, Paulo. *Direito Civil:* obrigações. 7. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 336).

[507] Nesse sentido, cf. o art. 48, parágrafo primeiro, da Resolução CVM nº 175/2022.

[508] Art. 29 da Resolução CVM nº 175/2022: "Por meio de um termo de adesão e ciência de risco, ao ingressar no fundo todo cotista deve atestar que: I – teve acesso ao inteiro teor do regulamento e, se for o caso, ao anexo da classe investida e ao apêndice da subclasse investida; e II – tem ciência: a) dos fatores de risco relativos à classe e, se for o caso, subclasse de cotas; b) de que não há qualquer garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pela classe de cotas; c) de que a concessão do registro de funcionamento não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seus prestadores de serviços; d)

A adesão ao regulamento do fundo de investimento forma, entre os cotistas, de um lado, e o administrador e o gestor, de outro lado, um contrato.[509] Estabelecem-se, a partir de tal adesão, relações jurídicas contratuais entre as mencionadas partes.[510-511]

O regulamento do fundo, portanto, é o contrato entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais. É o instrumento que disciplina e delimita as relações contratuais entre eles.[512]

Na forma como está disciplinado nas normas da CVM, o regulamento cumpre uma dupla utilidade: (a) preserva a autonomia negocial na definição das características do fundo, que podem ser moldadas em conformidade com os objetivos de investimento; e (b) serve de proteção aos cotistas, ao vincular o administrador e o gestor ao cumprimento das obrigações nele previstas.[513]

Importante registrar que as relações contratuais entre prestadores essenciais e cotistas do fundo de investimento são regulamentadas pelas normas editadas pela CVM. A

---

se for o caso, de que a integralização de cotas ocorrerá por meio de chamadas de capital, nos termos do parágrafo único do art. 30, parágrafo único; e e) quando aplicável, de que as estratégias de investimento podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e, caso a responsabilidade do cotista não esteja limitada ao valor por ele subscrito, a consequente possibilidade de o cotista ter que aportar recursos adicionais para cobrir o patrimônio líquido negativo".

509 Desde os primeiros estudos acerca do instituto dos fundos de investimento, Félix Ruiz Alonso já destacava a natureza jurídica contratual estabelecida a partir da adesão do cotista ao regulamento do fundo de investimento: "Entra aqui, o mandato que os coproprietários outorgam ao administrador, mandato êsse expresso na forma de contrato de adesão, e que faz parte do próprio regulamento do Fundo, ao qual adere formalmente todo participante quando adquire a sua qüota. Êsse regulamento, no Brasil, consta ordinariamente da chamada 'carta proposta', que é uma simples carta assinada pelo participante, quando solicita o ingresso no Fundo, em que declara à sua concordância com as condições constantes dela" (ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 66, p. 223-271, 1971. p. 223).

510 OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 22.

511 "Quando o interessado adere ao regulamento e aporta capital no condomínio, a relação contratual que surge entre o administrador e o investidor é a de prestação de serviços de administração de carteiras, atividade regulamentada pela Instrução CVM nº 558 [atualmente, pela Resolução CVM nº 21/2021] conjuntamente com a instrução normativa específica de cada fundo de investimento" (SILVA, João Luiz Frossard Pestana da. O dever de informar ao investidor de varejo em fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 383).

512 Para Fernando Neves: "As relações entre as instituições administradoras e os investidores, portanto, têm seus limites jurídicos e econômicos definidos pelo regulamento dos fundos de investimento: é nele que se caracterizam os poderes outorgados para atuação no interesse do condomínio formado pelos investidores, e se define a contraprestação devida pelo desempenho de tais atribuições" (NEVES, Fernando C. Queiroz. Responsabilidade civil por perdas em fundos de investimento. *Revista Autônoma de Direito Privado*, Curitiba, n. 2, p. 171-198, jan./mar. 2007. p. 176). O mesmo autor, contudo, possui opinião no sentido de que inexiste relação jurídica direta entre cotista e administrador/gestor, uma vez que a relação contratual se daria entre tais prestadores e o condomínio enquanto coletividade de cotistas (NEVES, op. cit., p. 175-177). Por tudo que foi exposto anteriormente sobre os entes despersonificados e o fundo de investimento enquanto objeto de direito, não concordamos com o posicionamento do autor.

513 OLIVIA; RENTERIA, op. cit., p. 22.

administração de recursos de terceiros consiste em atividade regulada, de forma que os contratos que a tenham por objeto também são, naturalmente, regulados. Logo, as disposições do regulamento do fundo de investimento: (a) são complementadas pelas normas da CVM; e (b) não podem contrariar ou voluntariamente derrogar disposições cogentes (de ordem pública)[514] das normas da CVM (apenas as regras dispositivas[515] da regulação estatal podem ser afastadas pelo regulamento do fundo).[516]

O contrato entre cotistas e os prestadores de serviços essenciais pode ser classificado como: (a) típico, à vista de sua disciplina legal e regulamentar; (b) bilateral sinalagmático, tendo em vista que sua formação exige o encontro de vontades de ambos os polos – cotistas, de um lado, e prestadores essenciais, de outro – e, ainda, há nexos de reciprocidade entre as obrigações assumidas pelos integrantes de cada polo;[517] (c) oneroso, produzindo efeitos econômicos para ambos os polos da relação contratual – os cotistas recebem serviços que envolvem a gestão de seus recursos, dentre outros elementos; ao passo que o administrador e o gestor são remunerados por essa prestação de serviços;[518] (d) formais, diante da necessidade de, tanto o regulamento, quanto o termo de adesão, serem celebrados por escrito (ainda que em suporte eletrônico) e do primeiro ser levado a registro junto à CVM;[519] (e) de execução sucessiva (ou "de duração"), visto o cumprimento das obrigações nele contidas se propagar no tempo, notadamente desde a adesão de cada cotista ao regulamento até sua saída do fundo (por resgate ou

---

514 Sobre o conceito de disposições cogentes, vide nota 443 *supra* (REALE, Miguel. *Lições preliminares de Direito*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 130-131).

515 Novamente o mesmo autor, sobre regras dispositivas: "As regras dispositivas formam a grande massa das regras jurídicas. São normas de conduta que deixam aos destinatários o direito de dispor de maneira diversa" (Ibidem, p. 134).

516 Como exemplo de normas que podem ser derrogadas, confira-se os arts. 113 e 104 da Resolução CVM nº 175/2022 e o art. 76 do Anexo Normativo II à mesma Resolução, que contemplam referências a normas que podem ser afastas em classes de cotas de fundos destinadas exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais, conforme o caso.

517 "Por tal circunstância, mostra-se mais consentâneo com o sistema considerar como bilaterais os contratos em que há nexo de reciprocidade entre as obrigações de ambas as partes, criando vínculo funcional entre as prestações correspectivas. A esse nexo denomina-se sinalagma, e por isso os contratos bilaterais são referidos como sinalagmáticos" (TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos do Direito Civil:* Contrato. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. v. 3, p. 146-147, versão eletrônica).

518 Fernando Gaggini sobre a bilateralidade e a onerosidade: "Esse é um contrato bilateral oneroso, uma vez que cria obrigações para ambas as partes, ao mesmo tempo em que prevê direitos para ambas. A instituição administradora se obriga a realizar investimentos de acordo com a lei e com o regulamento do fundo, a administrar o patrimônio com perícia e a buscar rentabilidade e segurança para o investimento do cotista, recebendo em troca determinada remuneração por seus serviços. O cotista, por sua vez, paga essa taxa de administração ao administrador e, em troca, recebe a prestação de serviços de gestão do fundo" (GAGGINI, Fernando Schuwarz. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2002. p. 39-40).

519 Para Sílvio de Salvo Venosa, "serão formais os contratos cuja validade depender da observância de uma forma preestabelecida pela lei". O autor exemplifica, como contratos formais, aqueles para os quais é exigida a forma escrita (VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil:* Contratos. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2017. p. 60-61, versão eletrônica).

cessão de cotas, conforme o caso) ou em razão da liquidação do fundo;[520] e (f) em regra, de adesão (com uma peculiaridade adiante explicada).

No que diz respeito à tipicidade do contrato entre prestadores essenciais e cotistas, autores já promoveram exercícios no sentido de tentar enquadrá-lo em alguma espécie tradicional de contrato prevista em lei. Nesse sentido, Fernando Schwarz Gaggini avaliou que o contrato em questão conteria elementos característicos dos contratos de mandato, comissão mercantil e depósito. Concluiu, entretanto, que nenhum dos referidos tipos contratuais esgotaria os elementos existentes no contrato celebrado no âmbito dos fundos de investimento, de forma que este seria propriamente um contrato atípico.[521]

Contudo, após mais de 20 anos de evolução do regime jurídico dos fundos de investimento, pede-se licença para se discordar do mencionado autor. Isso porque, o que se pode concluir atualmente, a partir das disposições do Código Civil e da regulamentação da CVM, é que o contrato celebrado entre prestadores essenciais do fundo e cotistas pode ser classificado como um contrato típico – embora não possua um *nomen juris* específico[522] –, visto ser ele próprio um modelo abstrato que resulta na atração de normas específicas aplicáveis a contratos dessa espécie.[523]

Essa tipicidade decorre tanto da lei, uma vez que os arts. 1.368-C a 1.368-F do Código fazem referências ao regulamento em diversas passagens; quanto da regulamentação da CVM,

---

[520] "Contratos de duração são os que se protraem, se alongam no tempo. A doutrina fixa várias espécies nessa categoria, não estando plenamente de acordo. Os contratos são de execução sucessiva quando as relações das partes desenvolvem-se por um período mais ou menos longo, devido à própria natureza da relação" (VENOSA, op. cit., p. 61, versão eletrônica).

[521] "Dessa forma, embora o contrato de adesão ao fundo de investimento contenha elementos das espécies contratuais acima descritas, seria insuficiente classifica-lo como sendo uma ou outra espécie, pois nenhum dos contratos supra-expostos esgota os elementos existentes no contrato do fundo. Isto porque tal contrato revela-se um contrato abrangente, dotado de maior complexidade, contrato este que por sua vez inclui elementos do mandato, do depósito e da comissão, mas não se limita a um destes. É, propriamente, um contrato atípico, possuidor de características peculiares, que são ajustadas às necessidades do administrador em função de sua atividade de gestão do fundo de investimento, e em que se verifica a justaposição de elementos de vários contratos tradicionais" (GAGGINI, op. cit., p. 42-45).

[522] Sílvio de Salvo Venosa diferencia a classificação de contratos típicos vs. atípicos e nominados vs. inominados. Contratos típicos são explicados como aqueles cujas avenças são descritas e especificadas na lei, seja em razão da importância da relação negocial em questão, seja pela tradição jurídica. Contratos típicos poderão ser nominados, quando a lei lhes atribuir um *nomen juris* (por exemplo, contrato de compra e venda; contrato de locação); ou não (nada impede que um contrato seja disciplinado em lei – e, portanto, típico, mas não receba *nomen juris* específico). Atípicos, por sua vez, são os contratos cujas relações negociais não encontrem previsão legal. Contratos atípicos necessariamente serão inominados; e contratos típicos poderão ser nominados ou inominados (VENOSA, op. cit., p. 54-56, versão eletrônica).

[523] "A classificação dos contratos em típicos e atípicos diz respeito à aptidão do contrato para ser reconduzido a determinado modelo previsto pelo legislador, que lhe reserva normas específicas. [...] Dessa forma, os contratos que puderem ser incluídos em um determinado modelo abstrato são considerados típicos, o que conduz à aplicação das normas específicas para aquele tipo contratual" (TEPEDINO; KONDER; BANDEIRA, op. cit., p. 142, versão eletrônica).

que especifica o modo como se dá a formação da relação contratual – pela assinatura do termo de adesão – e, ainda, detalha o conteúdo do regulamento do fundo de investimento.

Merece explicação adicional, ainda, a afirmação de que o contrato celebrado entre cotista e prestadores essenciais do fundo caracteriza-se como "de adesão".

Segundo Orlando Gomes, contrato de adesão é aquele cujo conteúdo é pré-constituído por uma das partes, o que elimina a negociação que precede a formação do contrato. Nas palavras do autor: "[n]o contrato de adesão, uma das partes tem de aceitar, em bloco, as cláusulas estabelecidas pela outra, aderindo a uma situação contratual que encontra definida em todos os termos. O consentimento manifesta-se como simples adesão a conteúdo preestabelecido da relação jurídica".[524]

Na mesma linha, Sílvio de Salvo Venosa descreve o contrato de adesão como aquele "que se apresenta com todas as cláusulas predispostas por uma das partes. A outra parte, o aderente, somente tem a alternativa de aceitar ou repelir o contrato".[525] Como explicado, contratos de adesão podem ser formados tanto em relações de consumo, quanto em relações civis e empresariais não-consumeristas.[526]

Com efeito, não há dúvidas de que a formação das relações contratuais entre cotistas, de um lado, e administrador e gestor, de outro, como regra geral, decorrem da concordância e adesão dos primeiros a instrumento de conteúdo pré-constituído pelos segundos (no caso, o regulamento). Não à toa a regulamentação da CVM denominar "termo *de adesão*" o documento por meio do qual cada investidor ingressa no fundo, tornando-se cotista e passando a fazer parte das relações contratuais com os prestadores essenciais.

O regulamento do fundo de investimento é, a seu turno, documento aprovado e levado a registro pelo administrador e pelo gestor em momento no qual o fundo sequer possui cotistas.[527] A distribuição das cotas do fundo de investimento é providência posterior à sua constituição, quando já existe um regulamento aprovado e registrado. Cabe a cada investidor interessado em se tornar cotista do fundo de investimento, portanto, aderir ao regulamento, sem negociar suas disposições; ou simplesmente procurar outro fundo ou ativo para investir seus recursos.

Daí porque se caracterizar as relações contratuais em tela como "de adesão".[528] Sem

---

[524] GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 128.
[525] VENOSA, op. cit., p. 34-35, versão eletrônica.
[526] Nesse sentido, cf. a subseção 2.6.2.3 da Seção 2 deste trabalho.
[527] Para explicação mais detalhada, remete-se à subseção 1.4 da Seção 1 deste trabalho.
[528] "O contrato celebrado entre o cotista e o administrador é também um contrato de adesão. O contrato de

prejuízo dessa conclusão, verifica-se que as relações contratuais em análise possuem uma peculiaridade em relação ao que se costuma observar em contratos dessa categoria.

Isso porque, como comentado, a partir do momento em que o fundo passa a ter cotistas, o administrador e o gestor perdem a prerrogativa de alterar seu regulamento. Tal prerrogativa se transfere à coletividade de cotistas, reunida em assembleia, ou ao eventual cotista único, se for o caso.

Disso decorre característica muito particular dos vínculos entre cotistas e prestadores essenciais, que consiste na possibilidade de os primeiros alterarem o instrumento contratual que rege a relação entre eles. O administrador e o gestor, a seu turno, não podem se opor à alteração do regulamento pela coletividade de cotistas. Essa possibilidade de alteração unilateral por um dos polos das relações contratuais consiste em peculiaridade do regulamento quando comparado aos contratos de adesão em geral.[529]

Ainda sobre esse particular, reitere-se que a qualificação do contrato entre cotistas e prestadores essenciais como de adesão se dá "como regra geral". Toda a lógica da regulamentação da CVM, como se sabe, é a de que fundos de investimento são constituídos por iniciativa apenas de seu administrador e gestor; e que a busca por cotistas se dá apenas em momento posterior, por meio da atividade de distribuição pública de cotas.

Contudo, conforme será aprofundado adiante, há fundos de investimento que fogem a essa racionalidade e são constituídos a partir de uma iniciativa coordenada entre administrador, gestor e os investidores que serão os seus futuros cotistas. Dessa forma, já se sabe quem serão os cotistas antes mesmo da constituição do fundo e, em certos casos, tais cotistas até mesmo interferem na gestão da carteira do fundo, determinam sua inserção no âmbito de uma estrutura específica ou, ainda, direcionam sua utilização para negócios específicos. Essas situações são mais comuns em classes ou fundos exclusivos ou restritos.

Nos fundos com essas características, é também usual que os futuros cotistas participem

---

adesão é aquele em que todas as cláusulas são previamente estipuladas por uma das partes, não restando poderes ao outro contratante para debater as condições ou para introduzir alterações no esquema proposto. [...] Ao cotista (contratante) cabe apenas aceitar o contrato por inteiro ou recusá-lo por inteiro, uma vez que não dispõe de meios para fazer alterações contratuais. De fato, o que ocorre é que o cotista, ao subscrever as cotas de um fundo, declara estar aceitando tacitamente os termos do contrato de adesão, contrato este previamente estipulado unilateralmente pela instituição administradora" (GAGGINI, op. cit., p. 40-41).

529 Sobre essa conclusão, é perfeitamente possível que contratos de adesão contenham dispositivos que permitam a alteração por iniciativa de um dos polos da relação contratual (sem necessidade de concordância do outro polo). Contudo, há que se convir que disposições nesse sentido não consistem em prática de mercado – menos ainda quando o polo que não participou da elaboração do instrumento, tendo a ele apenas aderido, é quem tem a prerrogativa de modificar que foi contratado. Já no caso do regulamento dos fundos de investimento, essa possibilidade de alteração por iniciativa da coletividade de cotistas encontra respaldo na própria regulamentação aplicável a essa modalidade contratual, existindo mesmo que o regulamento nada disponha nesse sentido.

das discussões sobre o teor do regulamento do veículo, concordando ou discordando de cláusulas; sugerindo inclusões ou exclusões; discutindo elementos negociais, como a política de investimentos e a forma de remuneração dos prestadores de serviços; dentre outras providências típicas das negociações de contratos. E, nos casos em que essa situação se verificar, por certo, não se estará diante de um contrato de adesão. Não se poderá afirmar que houve a mera adesão do cotista ao regulamento, ainda que, formalmente, este assine documento intitulado "termo de adesão".

Feitas essas considerações, pode-se concluir que os vínculos estabelecidos entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais são de natureza contratual, formados a partir da adesão dos primeiros ao regulamento do fundo, o qual – complementado pelas normas da CVM – contemplará as disposições que regem as relações contratuais em questão.

Em razão desses vínculos contratuais preexistentes, tem-se que a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento também é de natureza contratual.

Por fim, vale reiterar a conclusão de que pouco importa, para fins dessa classificação, que a obrigação violada pelo administrador ou pelo gestor do fundo esteja, ou não, prevista no regulamento do fundo de investimento. Diante dos vínculos contratuais mantidos entre aqueles e os cotistas, deve ser considerada contratual a responsabilidade decorrente tanto da violação do regulamento; quanto da violação da legislação pertinente à atividade desempenhada pelos administradores e gestores dos fundos de investimento (inclusive a regulamentação da CVM), no curso da dinâmica do exercício de suas funções, uma vez que aquelas normas complementam, para todos os fins, o contrato celebrado entre as mencionadas partes e contemplam o rol de deveres dos referidos agentes.[530]

Significa dizer que a aplicação da legislação acerca dos fundos de investimento pressupõe a existência de relações contratuais entre os prestadores de serviços essenciais e os cotistas. Se não houver o estabelecimento desses vínculos, não haverá atração do arcabouço legal e regulatório em questão. Por outro lado, estabelecidas as relações contratuais reguladas, a lei e a regulação incidirão na dinâmica da execução de seus deveres e obrigações, ainda que seus preceitos não estejam integralmente refletidos no regulamento. Portanto, tem-se que a violação de obrigações decorrentes desse conjunto normativo, por pressupor relações contratuais preexistentes, representará hipótese de responsabilidade civil contratual, caso presentes os elementos da culpa, dano e nexo causal.

---

[530] Vide, dentre todos, GOMES, Orlando. *Obrigações*. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 179-180.

3.2 **Natureza das obrigações do administrador e gestor de fundos: obrigações de meio e de resultado**

3.2.1 Obrigações de meio e obrigações de resultado

A criação da distinção entre obrigações de meio e de resultado é atribuída, pela doutrina, ao jurista francês Rene Demogue.[531] De acordo com tal distinção, há situações em que uma parte assume perante a outra obrigação de envidar seus melhores esforços[532] para atingir determinado resultado; sem, no entanto, efetivamente se obrigar a atingi-lo. São as denominadas *obrigações de meio*, cujo cumprimento decorre da constatação de que, na realização da atividade, o devedor empregou, diligentemente, os esforços esperados para tanto.[533]

Tradicionalmente, as obrigações de meio são exemplificadas como aquelas assumidas por determinados tipos de profissionais liberais, como o médico que – ainda que empregando toda sua experiência e conhecimento – pode não conseguir curar o paciente; ou o advogado que – a despeito de seu talento e qualificação para patrocinar seu cliente em ação judicial – não pode a ele assegurar desfecho favorável.[534]

Por sua vez, em sendo a *obrigação de resultado*, o devedor se obriga a efetivamente atingir determinado objetivo ou realizar um fato para cumprir sua prestação. Exige-se, nas palavras de Washington de Barros Monteiro, que o credor obtenha um resultado útil da prestação contratada, não sendo a obrigação considerada adimplida até que tal resultado seja atingido (e, por consequência, sendo a não-obtenção de tal resultado considerada inadimplemento da obrigação assumida).[535]

Os exemplos clássicos acerca das obrigações de resultado estão ligados à atividade da transportadora, que se obriga a levar a pessoa ou a carga de um local até outro; ou, ainda, às obrigações contratuais de realizar pagamentos, entregar coisa certa ou não praticar determinado

---

[531] Atribuem essa distinção ao jurista francês, dentre outros, os seguintes doutrinadores: PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. 29. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 64; TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. *Fundamentos do direito civil:* obrigações. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 164; e MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil:* direito das obrigações. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 56.

[532] Para uma discussão em torno do tema dos "melhores esforços" no âmbito do Direito Contratual, cf. COSTA, Márcio Henriques da. *A cláusula de melhores esforços – best efforts*: da sua incidência e efetividade nos contratos – interpretação e prática. Curitiba: Juruá, 2016.

[533] RODRIGUES, Sílvio. *Direito civil:* parte geral das obrigações. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 17-18.

[534] MONTEIRO, op. cit., p. 56.

[535] MONTEIRO, loc. cit. No mesmo sentido: TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. *Fundamentos do direito civil*: obrigações. Rio de Janeiro: Forense, 2020. p. 164-165.

ato ("não fazer").[536]

Contudo, é importante que se tenha em mente que um mesmo profissional pode, em determinados casos, assumir obrigações de meio e obrigações de resultado, inclusive no escopo de uma mesma relação contratual com determinada parte. Voltando ao médico ou ao advogado: pode ser que o primeiro tenha sido contratado pelo paciente para neste realizar procedimento estético, hipótese em que se entende que o cirurgião terá obrigação de atingir o resultado pretendido pelo paciente.[537] No caso do advogado, no escopo do mesmo contrato em que se obriga a patrocinar seu cliente em certa demanda, ele poderá se obrigar ao envio periódico, em datas pré-determinadas, de relatórios de acompanhamento processual, o que evidentemente consiste em obrigação de resultado.

Milena Donato e Pablo Renteria destacam aspecto prático decorrente da diferenciação entre obrigações de meio e de resultado, ao consignar que "nas obrigações de meios, sendo a remuneração estipulada em bases comutativas, e não aleatórias, o credor corre o risco de pagar ao devedor a contraprestação devida sem obter o resultado prático que esperava conseguir ao final".[538] Na obrigação de resultado, por outro lado, o pagamento da contraprestação costuma pressupor o necessário atingimento do resultado contratado.

Essa classificação entre obrigações, por certo, não está alheia a críticas.[539] Há, inclusive, determinadas obrigações que se inserem no limiar da distinção, sendo tormentoso enquadrá-las como puramente de meio ou de resultado.

Sem perder isso de vista, fato é que a distinção entre obrigações de meio e de resultado possui relevância para fins de aferição da responsabilidade civil de uma parte perante a outra[540] em casos de alegado descumprimento contratual. Para que se verifique se, no caso concreto, uma parte descumpriu, ou não, compromisso contratualmente assumido, é pertinente averiguar se a obrigação em questão era de meio ou de resultado.

Isso porque, como visto, em se tratando de obrigação de meio, a mera não implementação do resultado esperado pelo credor não resulta na constatação de que o devedor teria

---

536 LÔBO, Paulo. *Direito Civil:* obrigações. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 30.

537 Exemplificativamente: "De acordo com vasta jurisprudência, a cirurgia plástica estética é obrigação de resultado, uma vez que o objetivo do paciente é justamente melhorar sua aparência, comprometendo-se o cirurgião a proporcionar-lhe o resultado pretendido" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 328.110/RS. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 19 set. 2013. DJe. de: 25 set. 2013).

538 OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coords.). *Inexecução das obrigações:* pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Processo, 2020. p. 662.

539 TEPEDINO; SCHREIBER, op. cit., p. 164.

540 RODRIGUES, op. cit., p. 18.

descumprido o contrato. Afinal, o devedor pode ter envidado seus melhores esforços e agido com a diligência esperada para o tipo de atividade que se propôs realizar e, ainda assim, o resultado almejado não se concretizar. Nesta situação, não há que se falar, necessariamente, em descumprimento da obrigação de meio assumida e, portanto, em dever de indenizar.

A análise do inadimplemento, nas obrigações de meio, deverá passar pela verificação de eventual falta de diligência e empenho do devedor no cumprimento de sua prestação.[541] Quando se tratar de atividade desempenhada de forma profissional pelo devedor, tal verificação deverá levar em consideração a qualificação que razoavelmente se espera de profissional habilitado a realizar tal atividade.

Há, assim, uma diferença na questão probatória quando se está diante de obrigação de meio ou de resultado. Nesta última, via de regra, a demonstração de que a prestação não foi cumprida é suficiente para evidenciar a culpa do devedor, a quem caberá o ônus de arguir fato que justifique o não cumprimento da prestação ou eventual excludente de responsabilidade (como, por exemplo, quando constatada a ocorrência de caso fortuito ou força maior). Já na obrigação de meio, será necessário comprovar o inadimplemento do devedor, a partir da demonstração de que seus esforços não foram razoáveis, ou que ele agiu com imprudência, negligência ou imperícia.[542-543]

3.2.2 As obrigações do administrador e do gestor podem ser de meio ou de resultado

A realização de investimentos em ativos financeiros – inclusive em cotas de fundos de investimento – pressupõe a assunção de riscos, que variam a depender de diversos fatores externos (como condições macroeconômicas) e internos (como a política de investimento do fundo no qual o investidor optou por aportar seus recursos).

São os cotistas que assumem os riscos do investimento realizado, inclusive, em certos casos, o risco de perda da totalidade dos recursos investidos; ou, ainda, de ter que realizar

---

[541] TEPEDINO; SCHREIBER, loc. cit.; GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro:* teoria geral das obrigações. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. v. II, p. 194.

[542] GONÇALVES, op. cit., p. 195.

[543] "Na primeira hipótese [obrigações de resultado], a simples verificação material do inadimplemento basta para determinar a responsabilidade do devedor; na segunda [obrigações de meio], verificada a inexecução, cumpre examinar o procedimento do obrigado para averiguar se deve ou não ser responsabilizado. Nessas condições, naquelas, para que o credor seja indenizado, basta evidenciar que o resultado não foi atingido. Tal demonstração comprovará que o devedor não satisfez a obrigação. Para que este se isente de responsabilidade, deverá evidenciar a ocorrência de caso fortuito ou de força maior. Nestas, torna-se imprescindível o exame do modo de proceder do devedor. O credor terá, assim, de demonstrar que a meta não foi alcançada porque o obrigado não obrou com a indispensável prudência e diligência a que se achava adstrito. Em matéria probatória, referida classificação tem, pois, capital relevância" (MONTEIRO, op. cit., p. 56).

aportes adicionais em razão do patrimônio líquido negativo do fundo de investimento ou classe de cota, caso o regulamento não preveja limitação de responsabilidade.

Naturalmente, investidores que busquem a possibilidade de maior rentabilidade podem aplicar seus recursos em classes ou fundos com políticas de investimento mais arrojadas; casos em que os fatores de riscos e as consequências de sua materialização também serão maiores. Outros investidores, de perfil mais conservador, podem buscar classes ou fundos cuja carteira seja composta de ativos financeiros de risco reduzido; situações nas quais, geralmente, a rentabilidade potencial é mais limitada.

A depender da forma como for estipulada a remuneração do administrador e do gestor, tais agentes também assumem riscos, em algum grau. Quanto mais a remuneração dos prestadores essenciais for atrelada à performance, maior o risco de receber remuneração reduzida caso a classe ou fundo não performe conforme planejado. Não obstante, os riscos remuneratórios eventualmente assumidos pelo administrador ou pelo gestor são relativos aos serviços por eles prestados, não se comparando aos riscos dos cotistas, inerentes ao ato ou à prática de investir.

É seguro afirmar, portanto, que quem assume integralmente os riscos de investir no fundo ou classe são os cotistas.[544] Essas premissas são relevantes para evitar que eventuais cotistas queiram transferir ao administrador ou ao gestor do fundo de investimento riscos que devem ser suportados pelos primeiros. É preciso, portanto, ter bem delineado quais são os riscos assumidos por cada uma das partes envolvidas nas relações jurídicas em análise.

À luz dessa repartição de riscos, é praticamente unânime o entendimento doutrinário no sentido de que relevantes obrigações assumidas pelo administrador e pelo gestor do fundo de investimento devem ser consideradas como sendo "de meio".[545] Esse enquadramento foi

---

[544] "Desse modo, ainda que se pondere que a atividade normalmente desempenhada pelo administrador e pelo gestor envolve risco, o risco em questão, abstraindo os riscos operacionais, não é manipulável e nem assumido pelo mesmo. Não é manipulável na medida em que se encontra diretamente relacionado a condições de mercado, nem é assumido, pois a eleição da opção de investimento não é por ele exercida, mas pelo investidor. Em assim se sucedendo, há de ser considerada contrária à boa-fé objetiva e à ética que devem presidir as relações privadas – para que nos socorremos novamente da interpretação sistemática da questão – a atitude do investidor que, após estar ciente das condições do investimento que ele escolheu, pretende, ainda assim, imputar ao administrador escorreito a responsabilidade por eventual prejuízo decorrente da depreciação dos ativos do fundo em que investiu" (DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 146).

[545] Vide, dentre todos: NEVES, Fernando C. Queiroz. Responsabilidade civil por perdas em fundos de investimento. *Revista Autônoma de Direito Privado*, Curitiba, n. 2, p. 171-198, jan./mar. 2007. p. 176; DOTTA, op. cit., p. 145-146; RANGEL; Alexandre; VIEIRA, Marcelo Soares Lima. Reflexões sobre o regime jurídico de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores de recursos no âmbito dos fundos de investimento. In: MARTINELLI, João Paulo; COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O*

reforçado por precedentes do STJ sobre o tema.[546]

Conforme destaca Eduardo Dotta, administradores e gestores de fundos de investimento assumem a obrigação de envidar os melhores "esforços, conhecimento e experiência" na consecução de resultados financeiros positivos para o fundo de investimento, porém sem se obrigar a efetivamente alcançar resultado específico.[547] No mesmo sentido, Fernando Neves afirma que os prestadores de serviço essenciais não respondem por eventuais insucessos "decorrentes de contingências de mercado", visto que assumem apenas obrigação de melhores esforços.[548]

Esse entendimento doutrinário e jurisprudencial foi reforçado pelo legislador na alteração do Código Civil promovida pela Lei da Liberdade Econômica. Com efeito, o parágrafo segundo do art. 1.368-D, inserido pela Lei nº 13.874/2019, dispõe que "a avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços".

Contudo, há que se ter cautela para não incidir no erro de se afirmar que todas as obrigações do administrador e do gestor do fundo de investimento seriam de meio. Os prestadores de serviços essenciais possuem uma série de obrigações relacionadas às suas atividades.[549] Não há dúvidas de que a obrigação de implementar a política de investimentos do fundo, gerindo os ativos financeiros que integram sua carteira, é a principal obrigação do gestor do fundo, para a

---

empresário no banco dos réus: responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021. p. 315; OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coords.). *Inexecução das obrigações:* pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Processo, 2020. p. 672.

546 Exemplificativamente: "Ademais, não parece caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, ora recorrente, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa máxima de obtenção de lucro" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 799.241/RJ. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Data de julgamento: 14 ago. 2012. DJe. de: 26 fev. 2013); e "De fato, a doutrina especializada afirma expressamente que o administrador de fundo de investimento não se compromete a entregar ao investidor uma rentabilidade contratada, mas apenas de empregar os melhores esforços – portanto, uma obrigação de meio – no sentido de obter os melhores ganhos possíveis frente a outras possibilidades de investimento existentes no mercado [...]" (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.724.722/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 27 ago. 2019. DJe. de: 29 ago. 2019).

547 "Ocorre que, ao contrário dessas colocações, a obrigação contratual assumida pelo administrador e pelo gestor de fundos de investimento é unicamente de meio, pelo que este se compromete a envidar os melhores esforços, conhecimentos e experiência adquirida, na busca dos melhores resultados para o fundo, sem, contudo, o que lhe é inclusive vedado, obrigar-se a necessariamente alcançar determinado resultado. De sorte que, a procura pelos melhores rendimentos, atrelada ao nível de exposição aos riscos delimitados pelo regulamento do fundo, não implica assunção pelo administrador do dever de impedir o resultado negativo, visto que, como expusemos, a rentabilidade não se encontra garantida pelo mesmo, muito menos eventuais resultados financeiros negativos" (DOTTA, op. cit., p. 145).

548 NEVES, op. cit., p. 176.

549 Confira-se, nesse sentido, a subseção 1.9.3 da Seção 1.

qual ele é contratado. Essa obrigação, via de regra, é de meio.[550]

Também podem ser apontadas como obrigações de meio o cumprimento dos deveres de diligência e lealdade atribuídos a ambos os prestadores de serviços essenciais; bem como a obrigação de fiscalizar ou verificar aspectos das atividades desempenhadas por outros prestadores de serviços contratados em nome do fundo, nos casos exigidos na regulação ou no regulamento.[551]

Por outro lado, a Resolução CVM nº 175/2022 prevê uma série de obrigações ao administrador cuja simples leitura permite concluir que se trata de obrigações de resultado.

Exemplificando: o art. 104, inciso V, da Resolução CVM nº 175/2022 prevê que cabe ao administrador "manter atualizada junto à CVM a lista de todos os prestadores de serviços contratados pelo fundo, inclusive os prestadores de serviços essenciais, bem como as demais informações cadastrais do fundo". Por certo, não há quem duvide que se trata de uma obrigação de resultado, que deve necessariamente ser cumprida, não bastando melhores esforços nesse caso. O mesmo pode ser dito em relação às obrigações de manter registros, livros e documentos atualizados e em perfeita ordem; elaborar e divulgar informações periódicas e eventuais; manter serviço de atendimento aos cotistas; receber e processar os pedidos de resgate de classes de cotas abertas; dentre outras.

No caso do gestor, a situação é idêntica: há uma série de obrigações na regulação cujo resultado deve ser necessariamente alcançado, como a de informar caso ocorra qualquer alteração em prestador de serviço por ele contratado; custear as despesas com elaboração e distribuição do material de divulgação do fundo; dentre outras.

Logo, diversos autores parecem se precipitar ao afirmar que as obrigações do administrador e do gestor seriam de meio sem fazer a diferenciação acima. Em outras palavras, as obrigações dos prestadores de serviços essenciais podem ser tanto de meio, quanto de resultado, a depender da obrigação que se está a analisar.

Um dos poucos autores a atentar para esse particular é Rafael Andrade, para quem o acima mencionado parágrafo segundo do art. 1.368-D do Código Civil deve ser interpretado com ressalvas, uma vez que há obrigações de prestadores de serviços de fundos de investimento que seriam "melhor caracterizadas como sendo obrigações de resultado, e não de meios".[552]

---

[550] OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 24.

[551] RANGEL; VIEIRA, op. cit., p. 315.

[552] ANDRADE, Rafael. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento:* origem, fundamentos e perspectivas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 259.

Também Milena Donato e Pablo Renteria, ressalvam que nem todas as obrigações dos prestadores de serviço são de meio ("pense-se, por exemplo, no dever do administrador de publicar as demonstrações financeiras do fundo").[553] Esse aspecto foi observado, ainda, por Otavio Yazbek, ao comentar o referido parágrafo segundo do art. 1.368-D do Código Civil, nos seguintes termos:

> Um segundo ponto reside no balizador, estabelecido no §2º do mesmo artigo, de acordo com o qual se deve, sempre, considerar que as obrigações dos prestadores de serviços são obrigações de meio. Isso é bem verdade, por exemplo, no caso dos gestores de carteira, quando se assume que eles não podem garantir rendimentos. No entanto, quando se passa a outros prestadores, tal assunção pode se relativizar. Muitas das obrigações de um custodiante, por exemplo, são obrigações de fim. Da mesma maneira, outros serviços destinados a assegurar as condições de atuação do fundo ou o cumprimento de determinados requisitos podem ser caracterizados por obrigações finalísticas.[554]

Ainda sobre esse tema, cabe tratar pontualmente das hipóteses em que o administrador ou o gestor, conforme o caso, assegurem ou sugiram aos cotistas a existência de garantia de rentabilidade futura ou isenção de risco.

Como se sabe, tal conduta é vedada pela regulação (art. 47, parágrafo segundo, da Resolução CVM nº 175/2022). A razão dessa proibição se justifica no dever que os prestadores essenciais têm de informar adequadamente os cotistas e não os induzir em erro, tanto antes do investimento (na captação de novos investidores), quanto no curso de sua realização.

Consequentemente, caso o administrador ou gestor descumpram essa obrigação, transmitindo aos cotistas promessas ou sugestões de resultado ou a ausência de riscos, estarão criando neles a legítima expectativa da efetiva obtenção de tal resultado. Nessas circunstâncias, como muito bem observam Milena Donato e Pablo Renteria, "a legítima obrigação de meios se transmudará em resultado".[555]

O mesmo entendimento é compartilhado por Ricardo de Santos Freitas, para quem a vedação normativa à promessa de rentabilidade não impede que, na prática, tal promessa seja feita, casos em que o administrador ou o gestor estará assumindo uma obrigação de resultado e poderá ser obrigado a indenizar em razão do mero descumprimento dessa promessa.[556]

---

553 OLIVA; RENTERIA, op. cit. (2021), p. 24.

554 YAZBEK, Otavio. A lei n.º 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luis F.; CUEVA, Ricardo V. B.; FRAZÃO, Ana (Orgs.). Lei *de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. Livro digital. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 566.

555 OLIVA; RENTERIA, op. cit. (2020), p. 666-667.

556 FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

Finalmente, não se pode ignorar a existência dos denominados fundos referenciados, cujas políticas de investimentos preveem que a quase-totalidade do seu patrimônio líquido esteja investido em ativos que acompanham, direta ou indiretamente, determinado índice de referência.[557] Os mais comuns são os "fundos DI" que tem por objetivo acompanhar a variação da taxa de juros dos certificados de depósitos interbancários (conhecida como "Taxa DI" ou "CDI").

Dependendo de como estiver redigida a política de investimento do fundo referenciado, pode-se interpretar que o gestor assume um efetivo compromisso de fazer com que o fundo acompanhe o índice ao qual se vinculou (admitindo-se, é claro, pequenas variações para mais ou para menos, que tendem a se compensar no médio prazo). Nesses casos, entende-se que o gestor possui meios de, com relativa facilidade, alcançar o mencionado resultado. Tanto que sequer é permitido ao gestor de fundos referenciados cobrar taxa de performance (justamente por se entender que a facilidade no acompanhamento do índice não justifica o pagamento de remuneração por performance).[558]

Logo, sem prejuízo das eventuais especificidades do caso concreto, a obrigação do gestor de fundo referenciado de acompanhar o índice previsto na política de investimento do fundo deve ser entendida, em regra, como sendo de resultado.

Em uma palavra, pode-se concluir sobre que: (a) as obrigações dos administradores e gestores de fundos de investimento podem ser de meio ou de resultado; (b) a efetiva implementação da política de investimentos do fundo, por meio da gestão dos recursos financeiros que integram sua carteira, é a principal obrigação do gestor do fundo, que é de meio; (c) também podem ser apontadas como obrigações de meio o cumprimento dos deveres de diligência, lealdade e fiscalização; e (d) qualquer obrigação de meio passará a ser de resultado nas hipóteses

---

[557] Nos termos do Anexo Normativo I à Resolução CVM nº 175/2022: "Art. 53. A classe de cotas categorizada como 'Renda Fixa' cuja política de investimento assegure que ao menos 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido esteja investido em ativos que acompanham, direta ou indiretamente, determinado índice de referência deve: I – incluir, à sua denominação, o sufixo 'Referenciada' seguido da denominação de tal índice; II – ter 80% (oitenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por: a) títulos da dívida pública federal; b) ativos financeiros de renda fixa considerados de baixo risco de crédito pelo gestor; ou c) ETF que invistam preponderantemente nos ativos das alíneas "a" e "b" e atendam ao inciso III; e III – restringir a respectiva atuação nos mercados de derivativos à realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista (hedge), até o limite destas".

[558] Os fundos referenciados consistem em modalidades de fundos de renda fixa, conforme acima mencionado. Por sua vez, o parágrafo único do art. 49 do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175/202 prevê o seguinte sobre a cobrança de taxa de performance: "Na classe tipificada como 'Renda Fixa' é vedada a cobrança de taxa de performance, salvo quando se tratar de: I – classe ou subclasse de cotas exclusivamente destinada a investidores qualificados; II – classe que dispuser, em regulamento, que tem o compromisso de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo previsto na regulamentação fiscal vigente; ou III – classe tipificada como 'Renda Fixa - Dívida Externa'".

em que for criado nos cotistas a legítima expectativa de que determinado resultado será alcançado, como nos casos em que o administrador ou o gestor assegurar ou sugerir a existência de rentabilidade futura ou isenção de risco.

3.3 **Responsabilidade civil do administrador e do gestor quanto à forma de aferição**

Quanto à forma de sua aferição, a responsabilidade civil pode ser subjetiva, caso em que a conduta do causador do dano deverá ser necessariamente qualificada pelo elemento culpa; ou objetiva, quando a noção de culpa é relativizada, sendo substituída pela de risco da atividade desempenhada.

Nesse sentido, a presente subseção tem por objetivo perquirir se a responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundo de investimento pelos danos causados aos cotistas deve ser aferida subjetiva ou objetivamente.

3.3.1 Responsabilidade civil subjetiva

Nos termos do art. 186 do Código Civil,[559] comete ato ilícito aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem. Tal dispositivo é complementado pelo art. 927, também do Código Civil,[560] que estabelece a consequência para quem pratica o ato ilícito: a obrigação de reparar o dano.

Segundo Caio Mario da Silva Pereira, a responsabilidade civil subjetiva é verificada a partir da indagação acerca de como determinado comportamento do agente contribuiu para o dano sofrido pela vítima. O denominado "comportamento culposo" (ou, simplesmente, a "culpa") é pressuposto da obrigação de indenizar. Nas palavras do ilustre professor, "o âmago da responsabilidade estava na pessoa do agente, e seu comportamento contrário ao direito".[561]

Nesse cenário, a vítima de um ato ilícito pode ter o direito de ser indenizada por alguém. Em princípio, esse "alguém" é aquele que praticou uma conduta que resultou ou tenha contribuído com o dano causado. Mas não é qualquer conduta que faz surgir esse dever de indenizar.[562] Em circunstâncias nas quais a responsabilidade é apurada subjetivamente, o que faz

---

559 Código Civil: "Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito".

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

561 PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade Civil*. 11. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 41-44.

562 Ibidem, p. 42.

surgir o dever de indenizar é a qualificação da conduta praticada pelo "ato culposo" do agente.

É a partir dessa noção de culpa como pressuposto da obrigação de indenizar que a doutrina destaca a existência dos três elementos clássicos da responsabilidade civil.

3.3.1.1 Dano

O primeiro desses elementos é a efetiva ocorrência de um dano ou prejuízo. Dano pode ser entendido como a lesão a um interesse de determinada pessoa e, ao mesmo tempo, a consequência jurídica dessa lesão.[563] Para Anderson Schreiber, consiste, a um só tempo "no objeto e na *ratio* da reparação".[564]

O dano pode ser de ordem material (patrimonial) ou moral (extrapatrimonial). O elemento "dano" está positivado em diversas passagens do Código Civil, como nos mencionados arts. 186 e 927; no art. 389 (relativo à responsabilidade civil contratual);[565] e, ainda, no art. 944, ao estabelecer que "a indenização mede-se pela extensão do dano".[566]

Assim, a obrigação de indenizar decorrente da responsabilidade civil pressupõe a ocorrência de um dano. Do contrário, não haveria o que indenizar. Por isso, deve a parte prejudicada provar que sofreu dano, ainda que a quantificação desse dano seja relegada ao posterior momento da liquidação.[567]

3.3.1.2 Nexo de causalidade

O segundo elemento da responsabilidade civil é o nexo de causalidade, que pode ser

---

563 MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção de causalidade*. Rio de Janeiro: GZ, 2010. p. 25.

564 SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil:* da erosão dos filtros à diluição dos danos. São Paulo: Atlas, 2007. p. 81.

565 Código Civil: "Art. 389. Não cumprida a obrigação, responde o devedor por perdas e danos, mais juros e atualização monetária segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, e honorários de advogado".

566 Código Civil: "Art. 944. A indenização mede-se pela extensão do dano. Parágrafo único. Se houver excessiva desproporção entre a gravidade da culpa e o dano, poderá o juiz reduzir, eqüitativamente, a indenização". Diz-se que o referido art. 944 do Código Civil consagrou o princípio da reparação integral do dano: "A nova codificação vem, assim, consagrar a ideia que doutrina e jurisprudência brasileiras já imputavam à responsabilidade civil por meio do chamado princípio da reparação integral do dano. A ideia consiste em atribuir ampla proteção à vítima, empregando-se todos os esforços para fazê-la retornar ao *status quo* anterior ao prejuízo. Não se retira, com isto, o ônus da vítima de provar a existência e extensão do dano, regra geral no direito brasileiro [...] Entretanto, uma vez demonstrado o dano e procedida à sua qualificação, deve-se assegurar à vítima indenização plena a fim de reparar integralmente o prejuízo sofrido" (TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; BODIN DE MORAES, Maria Celina. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. II, p. 861).

567 VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil:* Obrigações e Responsabilidade Civil. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2017. v. 2, p. 463, versão eletrônica; e DIAS, José de Aguiar. *Da Responsabilidade Civil*. 10. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995. v. I, p. 86.

descrito como a ligação jurídica entre a conduta ou atividade e o dano para fins de imputação da obrigação ressarcitória.[568] São precisas as palavras de Caio Mário da Silva Pereira, inclusive com referência a outros autores clássicos, sobre a importância do nexo de causalidade:

> É necessário se estabeleça uma relação de causalidade entre a injuridicidade da ação e o mal causado, ou, na feliz expressão de Demogue, "é preciso esteja certo que, sem esse fato, o dano não teria acontecido. Assim, não basta que uma pessoa tenha contravindo a certas regras; é preciso que sem esta contravenção, o dano não ocorreria". O nexo causal se torna assim, "indispensável", acrescenta Leonardo A. Colombo, para que a culpa aquiliana possa gerar consequência para seu autor. Não bastam, esclarece Savatier, que um dano tenha coincidido com a existência de uma culpa ou de um risco para estabelecer uma responsabilidade. "Coincidência não implica em causalidade". Para que se concretize a responsabilidade, é indispensável se estabeleça uma interligação entre a ofensa à norma e o prejuízo sofrido, de tal modo que se possa afirmar ter havido o dano "porque" o agente procedeu contra o direito.[569]

Pode-se perceber que o nexo de causalidade é uma ligação (um elo) entre a conduta (ou, nos casos da responsabilidade objetiva, a atividade de risco, conforme será visto adiante) e o dano. Se não há conduta ou atividade, não há o que ligar ao dano. Se não há dano, não há o que ligar à conduta ou atividade.

Existem diversas teorias que tentam explicar em que consiste a causalidade e qual deve ser a sua extensão. O objetivo comum de tais teorias é estabelecer os limites definidores do nexo causal na ordem jurídica.[570]

Uma primeira teoria relevante sobre a causalidade é a chamada *da equivalência de condições*, originada no Direito alemão, em meados do Século XIX. De acordo com essa concepção, considera-se causa do dano qualquer evento que seja, por si só, capaz de gera-lo.[571] Para quem defende essa corrente, "todas as condições de um dano se equivalem", de forma que "qualquer evento capaz de contribuir para a produção do dano deve ser considerado causa [...] para fins de responsabilização".[572]

São evidentes os motivos das críticas a essa teoria. Nela, a causalidade é considerada de forma tão abrangente que qualquer dano seria imputável a um sem número de agentes, ainda que tenham uma ligação extremamente remota com o evento danoso. Assim, trata-se de fórmula que "tenderia a tornar cada homem responsável por todos os males que atingem a

---

568 MULHOLLAND, op. cit., p. 57.
569 PEREIRA, op. cit. (2016), p. 105.
570 TEPEDINO, Gustavo. Notas sobre o Nexo de Causalidade. *Revista Jurídica*, [s.l.], a. 50, n. 296, p. 7-18, jun. 2002, p. 7.
571 Ibidem, p. 9.
572 SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil:* da erosão dos filtros à diluição dos danos. São Paulo: Atlas, 2007. p. 54.

humanidade".[573]

Outra noção clássica de causalidade consiste na *teoria da causalidade adequada*, segundo a qual, na presença de mais de uma possível causa para o dano, deve-se identificar qual delas é, em abstrato e independentemente das demais causas, potencialmente apta a produzir o efeito danoso.[574] Ou seja, dentre as diversas possíveis causas de um dano, busca-se aquela que pode ser tida como a mais adequada.

Trata-se, assim, de um juízo de probabilidade e normalidade. E é justamente dessa constatação que decorrem as críticas à teoria da causalidade adequada, tendo em vista as incertezas relacionadas à formulação de tal juízo.[575]

Diante da insuficiência das teorias acima mencionadas para delimitar as bases da causalidade apta a produzir efeitos jurídicos, ganhou relevância no Brasil a denominada *teoria da causalidade direta ou imediata* (ou *da interrupção do nexo de causalidade*). Em sua formulação mais simples, considera-se causa jurídica apenas o evento que se vincula direta e imediatamente ao dano. O objetivo é "restringir a relevância do comportamento humano, para fins de responsabilização, aos acontecimentos mais próximos da geração de prejuízo".[576]

Mesmo diante do disposto no Código Civil – que, para alguns, teria adotado a teoria da causalidade direta em razão do disposto em seu art. 403[577] –, ainda há dificuldades decorrentes da aceitação dessa teoria. A partir disso, Gustavo Tepedino ensina que foi formulada uma construção evolutiva da teoria da interrupção do nexo de causalidade, de forma a mitigar a noção de causas "próximas e remotas".

Trata-se da denominada *subteoria da necessariedade da causa*.[578] Segundo esta, os termos "direto" e "imediato" previstos no art. 403 do Código Civil devem ser tomados como sinônimos e identificados com a noção de necessariedade entre causa e efeito (e não de proximidade da causa com o dano).[579] No entendimento de Gustavo Tepedino, Aline Terra e Gisela

---

[573] TEPEDINO, op. cit., p. 9.

[574] TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Fundamentos do Direito Civil:* Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2021. v. 4, p. 151.

[575] SCHREIBER, op. cit., p. 56.

[576] Ibidem, p. 58.

[577] Art. 403 do Código Civil: "Ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela *direto e imediato*, sem prejuízo do disposto na lei processual".

[578] TEPEDINO, op. cit., p. 10.

[579] "Não é, portanto, a distância temporal entre o dano e a conduta do agente que rompe o nexo causal, mas, sim, a interferência de outra cadeia causal independente. A interrupção do nexo de causalidade pode ocorrer por fato exclusivo de terceiro, da própria vítima ou por um evento de caso fortuito ou de força maior. Assim, os desdobramentos do evento danoso que, temporalmente, estão distantes da conduta do agente são também passíveis de ressarcimento, contanto que sejam consequência direta e imediata de um ato ilícito ou de uma atividade perigosa

Sampaio Guedes, a partir de análise de precedentes, as decisões dos Tribunais brasileiros "relevam-se substancialmente fundamentadas na teoria da necessariedade da causa".[580]

3.3.1.3 Culpa

Finalmente, o terceiro tradicional elemento da responsabilidade civil consiste em identificar o "comportamento culposo", isto é, se o agente atuou com culpa *lato sensu* ao praticar a conduta da qual resultou um dano. A culpa *lato sensu* engloba ambos os conceitos de dolo e culpa *stricto sensu*,[581] estando positivada no mencionado art. 186 do Código Civil, que prevê a necessidade de "ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência" para ocorrência do ato ilícito.

A culpa pode ser conceituada como "erro de conduta, imputável ao agente, consistente em não adotar o cuidado que teria sido adotado pelo ser humano prudente nas circunstâncias do caso concreto".[582] Conforme leciona Marcelo Junqueira Calixto, a doutrina costuma colocar dois requisitos para a culpa. Um primeiro, objetivo, "seria a antijuridicidade, que se traduz na objetiva violação de uma norma jurídica pré-existente". Já o segundo, subjetivo, consiste na imputabilidade, exigindo do agente a capacidade de entender o caráter antijurídico dos atos danosos que pratica.[583]

A maneira de verificar a existência de culpa sofreu alterações com o passar dos anos, até alcançar a noção atualmente mais aceita (i.e., evoluindo da concepção clássica de culpa subjetiva ou psicológica; para a noção culpa objetiva ou normativa). Esse aspecto será melhor explorado na subseção 3.3.4.

Não obstante, em se tratando de responsabilidade civil apurada objetivamente (o que, alerte-se desde já, não se confunde com a mencionada "culpa objetiva"), o elemento culpa é substituído pela noção de risco da atividade. Logo, apesar de sua relevância, a culpa não é tida como elemento insubstituível para aferição da obrigação de reparar o dano, conforme explicado na sequência.

---

objetivamente considerada, isto é, contanto que estejam ligados à conduta do agente por uma cadeia causal que não tenha sofrido qualquer interrupção" (TEPEDINO; TERRA; GUEDES, op. cit., p. 90).

580 Ibidem, p. 186-195.

581 "[...] o elemento culpa – tomado o vocábulo em sentido *lato* – resta configurado quando presente não apenas a culpa em sentido estrito, ou seja, o desvio padrão de conduta, mas também o dolo, tradicionalmente identificado no ato praticado com a finalidade precípua de causar o dano" (Ibidem, p. 107).

582 CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A Culpa na Responsabilidade Civil:* Estrutura e Função. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 31.

583 Ibidem, p. 23-24. O autor ressalta as discussões em torno, especialmente, do requisito subjetivo (Ibidem, p. 25-61).

3.3.2 Responsabilidade civil objetiva

Como antecipado, as bases tradicionais da responsabilidade civil no ordenamento jurídico brasileiro foram construídas em torno do elemento "culpa". Sem prejuízo dessa afirmação, principalmente ao longo do século XX, foram surgindo e se multiplicando hipóteses de responsabilidade civil em que a culpa passou a ser relativizada, até se tornar, em determinadas situações, dispensável. Nesses casos, diz-se que a responsabilidade civil do agente é apurada objetivamente.

A responsabilidade civil objetiva surgiu a partir da constatação da insuficiência da responsabilidade subjetiva diante da evolução e dinamização da sociedade e, consequentemente, das próprias relações entre as pessoas.[584] Verificou-se que, em situações relacionadas ao exercício de atividades com certas características, importava mais assegurar a reparação da vítima do que necessariamente demonstrar a atuação culposa ou dolosa do agente causador do dano.

A partir dessa constatação, afirma-se que diversos mecanismos foram vislumbrados com objetivo de "facilitar o acesso concreto da vítima à reparação" do dano. Nenhum deles, contudo, "teve efeito tão revolucionário quanto a propagação da teoria do risco".[585]

Nesse contexto, ao longo do século XX, diversas leis esparsas, ao regular o exercício de atividades específicas, passaram a prever hipóteses de responsabilidade civil que independiam da aferição da culpa do agente que exercia a atividade em questão.[586] Maria Celina Bodin de Moraes comenta que o sistema brasileiro passou a ser, então, dotado de uma regra geral, baseada na culpa, e de casos especiais, expressamente previstos em lei, que independiam de culpa.[587]

Foi apenas a partir da edição do Código Civil de 2002 que o ordenamento jurídico brasileiro passou a contar com o que a doutrina interpretou ser uma "cláusula geral" de responsabilidade civil objetiva. O art. 927, parágrafo único, do mencionado diploma legal estabeleceu que – além dos outros casos previstos em leis esparsas – estaria obrigado a reparar os danos

---

584 "Por um lado, o aumento populacional, o crescimento dos eventos danosos, a multiplicação dos acidentes, o número crescente de ações indenizatórias em que a vítima, sem deixar de ser vítima, sucumbe à míngua de elementos probatórios. Por outro lado, a rigidez e relativa imobilidade do direito positivo levantando obstáculos à realização da justiça ideal e provocando o desequilíbrio. Tudo isto tem levado a jurisprudência e a doutrina a suprimir, ou ao menos atenuar este desequilíbrio que é uma realidade flagrante, que somente a espaços e com certa timidez é enfrentado pelo legislador" (PEREIRA, op. cit. (2016), p. 345).

585 SCHREIBER, op. cit., p. 18-19.

586 A doutrina costuma exemplificar essa afirmação com, dentre outras, a Lei de Estradas de Ferro (Decreto nº 2.681/1912), o Código Brasileiro de Aeronáutica (Lei nº 7.565/1986) e a Lei nº 6.453/1977, pertinente às atividades nucleares.

587 BODIN DE MORAES, Maria Celina. Risco, Solidariedade e Responsabilidade Objetiva. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 854, p. 11-37, dez. 2006, p. 3, versão eletrônica.

causados, independentemente de culpa, o agente cuja atividade "implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem".

Extrai-se, à luz da redação do mencionado dispositivo do Código Civil, que a responsabilidade civil objetiva se baseia na noção de risco da atividade. Contudo, não é tarefa simples delimitar quais são os riscos que podem vir a ensejar a responsabilidade civil objetiva. Tanto é assim que existem diversas teorias sobre esse tema.

Uma primeira teoria é a denominada *do risco proveito*, segundo a qual todo aquele que tirar real proveito da atividade (lucratividade ou benefícios econômicos) deve estar sujeito à responsabilidade objetiva pelo risco dela decorrente.[588] Mauricio Moreira Menezes critica essa vertente sob o argumento de que o resultado econômico positivo da atividade guarda relação com a eficiência da empresa, não devendo a reparação devida à vítima do dano estar sujeita a esse tipo de análise.[589] Afinal, não faria sentido que eventual empresa ineficiente (que não gerasse lucros) tivesse tratamento distinto, para fins de responsabilidade civil, de outra que fosse lucrativa.

Noutro giro, a *teoria do risco criado* é mais ampla e benéfica para a vítima do que a do risco proveito. Tal concepção associa o risco da atividade à sua intensidade, isto é, atividades consideradas potencialmente mais perigosas que as demais justificam a responsabilidade objetiva: quem cria o risco deve ser responsável caso esse risco se materialize, ainda que não tenha agido com culpa.[590] Há, nas palavras de Sílvio de Salvo Venosa, um dever de indenizar que "surge de atividade que acarreta excepcional risco"; de um "risco proveito" que "cria um perigo".[591]

No entendimento da maior parte da doutrina, a teoria do risco criado parece ter sido a adotada na cláusula geral do art. 927, parágrafo único, do Código Civil.[592]

Vale mencionar, para fins de registro, a existência da *teoria do risco integral*, segundo a qual o dano decorrente de uma atividade deve ser necessariamente indenizado, independentemente de se perquirir acerca de suas causas, não sendo admitida sequer a invocação de excludentes de responsabilidade. Trata-se da modalidade de responsabilidade objetiva mais

---

588 Ibidem, p. 4, versão eletrônica.

589 MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. *Corrupção, anticorrupção e empresa*. 2017. 319 f. Tese (Concurso) – Faculdade de Direito. Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017. p. 177.

590 TEPEDINO; TERRA; GUEDES, op. cit., p. 116-117.

591 VENOSA, op. cit., p. 448, versão eletrônica.

592 PEREIRA, op. cit. (2016), p. 353. Inclusive, foi aprovado, na I Jornada de Direito Civil do Conselho da Justiça Federal, o Enunciado nº 38, segundo o qual: "a responsabilidade fundada no risco da atividade [...] configura-se quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano causar a pessoa determinada um ônus maior do que aos demais membros da coletividade".

extremada e, certamente, não é a interpretação que se extrai da cláusula geral do Código Civil.[593]

Em resumo, quando se está diante das hipóteses de responsabilidade civil objetiva, a noção de culpa é substituída pela de risco da atividade. Por outro lado, justamente em razão da supressão de um dos elementos basilares da responsabilidade civil, as atenções se voltam para os elementos remanescentes: dano e nexo de causalidade.[594]

O dano não gera maiores discussões quando se está diante da responsabilidade civil objetiva: corresponderá ao prejuízo efetivamente incorrido pela vítima em razão do ato ilícito praticado pelo agente. O nexo de causalidade, por sua vez, passa a ligar tal dano à atividade desenvolvida pelo agente, visto ser dispensável apurar se houve conduta culposa ou dolosa apta a ensejar o dano.

Feitas essas considerações sobre os elementos da responsabilidade civil e as possíveis formas de sua aferição, cabe avaliar sua aplicação ao caso da responsabilidade do administrador e do gestor de fundo de investimento.

3.3.3 A responsabilidade civil subjetiva do administrador e do gestor de fundos de investimento

No tocante à responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento, cabe inicialmente reiterar aquilo que foi analisado em detalhes na Seção 2 deste trabalho: o regime consumerista é inaplicável às relações jurídicas em questão. Por essa razão, não é cabível buscar explicar a forma de aferição da responsabilidade civil de tais agentes com base nas disposições do CDC sobre a responsabilidade do fornecedor perante o consumidor.

Superada essa primeira questão, há que se problematizar outra perspectiva de análise do tema que parece ser equivocada, consistente na busca do embasamento da responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundos na regulamentação editada pela CVM.

Com efeito, é comum que autores se refiram à regulamentação da CVM ao perquirirem

---

[593] A teoria do risco integral, segundo alguns autores, está presente apenas em hipóteses específicas de responsabilidade civil, como o "Seguro DPVAT" previsto na Lei nº 6.194/1974 e o danos decorrentes de atentados terroristas ou atos de guerra contra aeronaves de empresas aéreas brasileiras (Leis nº 10.309/2001 e 10.744/2003). Não pode, assim, ser extraído do art. 927, parágrafo único, do Código Civil.

[594] MULHOLLAND, op. cit., p. 314. Em sendo a responsabilidade civil objetiva, é de suma importância que se demonstre que determinado dano está ligado à atividade desenvolvida por um agente, sob pena de se atentar contra a própria lógica do regime de responsabilidade civil (i.e., correr o risco de que um agente, sem qualquer relação com um dano, seja obrigado a repará-lo).

acerca da forma de aferição da responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais.[595] Parte da doutrina chega a afirmar que tal responsabilidade deveria ser apurada subjetivamente diante da constatação de que a regulamentação da CVM não conteria regra expressa afastando a necessidade de demonstração de culpa em tais casos.[596-597]

Essa linha de raciocínio, no entanto, parece equivocada. Conforme reconhecido pela própria CVM, normas regulamentares não possuem respaldo constitucional para disciplinar questões atinentes à responsabilidade civil.[598-599] Tal disciplina deve sempre decorrer da lei em sentido estrito.

Logo, a CVM sequer poderia fixar, em sua regulamentação, a forma por meio da qual a responsabilidade civil dos administradores ou gestores de fundos deve ser apurada, pois que incorreria em evidente extrapolação de seu poder regulamentar, dispondo sobre matéria reservada à competência do Poder Legislativo.

Feitas essas considerações, pode-se constatar que nem o Código Civil, nem a Lei da Liberdade Econômica, nem, enfim, qualquer outro diploma legal, preveem expressamente como dever ser aferida a responsabilidade civil dos prestadores essenciais por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento. Disso decorre a necessária conclusão de que se aplicam à espécie as regras gerais de responsabilidade civil constantes do Código Civil.

---

595 Dentre todos, cf. 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, a. 4, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001. p. 10, versão eletrônica; FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 250; DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 141-142.

596 "Feita esta digressão, retornamos à indagação: a que espécie de responsabilidade estão sujeitos os administradores dos fundos de investimento? Subjetiva ou objetiva? Não estabelecendo nem a lei, nem as normas do Bacen ou da CVM expressamente a responsabilidade objetiva dos administradores dos fundos de investimento, antes, pelo contrário, dando claros parâmetros de indicação do elemento culpa, conforme acima exposto, entendemos que a mesma é subjetiva, incidindo somente mediante prova de culpa ou dolo do administrador, da existência do dano e do nexo de causalidade" (PERRICONE, op. cit., p. 10, versão eletrônica).

597 "Nem Bacen nem CVM estipulam a responsabilidade objetiva dos administradores de fundos. Como dissemos anteriormente, a figura da responsabilidade objetiva vem sendo adotada como técnica legislativa do direito moderno, e sobre ela repousam elogios e críticas [...] Mas essa não é, repita-se, a natureza da responsabilidade dos administradores de fundos de investimento, quer do Bacen, quer da CVM" (FREITAS, op. cit., p. 250).

598 Segundo o art. 22 da Constituição da República: "Compete privativamente à União legislar sobre: [...] I - direito civil [...]".

599 Nas palavras do ex-Diretor e ex-Presidente da CVM, Marcelo Trindade: "Em primeiro lugar, a referência feita pela acusação à responsabilidade solidária de que trata o §2º do art. 57 da Instrução 409 não é correta, em processos sancionadores. As normas regulamentares não têm legitimidade constitucional para criar hipóteses de responsabilidade civil – que decorrem sempre da lei –, e muito menos para criar hipóteses de solidariedade em obrigações civis – que segundo o próprio artigo 265 do Código Civil, dependem de lei ou da vontade das partes para surgir" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/9245. Relator: Pres. Marcelo Trindade. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 16 jan. 2007).

Como visto, a responsabilidade civil objetiva decorre de expressa previsão legal (o que, como visto, não é o caso) ou da constatação de que a atividade desenvolvida pelo autor do dano implica, por sua natureza, risco para o direito de outrem (art. 927, parágrafo único, do Código Civil).

Uma primeira leitura do disposto no mencionado parágrafo único do art. 927 poderia levar à equivocada interpretação de que a atividade desempenhada pelo administrador e pelo gestor do fundo de investimento se enquadraria em tal hipótese, tendo em vista os riscos patrimoniais assumidos pelos cotistas ao confiar a administração de seus recursos a tais agentes. Dito de outro modo, alguém poderia argumentar que, como a aplicação de recursos no mercado de valores mobiliários envolve riscos, aplicar-se-ia a esses casos a cláusula legal de responsabilidade objetiva do Código Civil, por se tratar de atividade que, "por sua natureza" implicaria riscos aos direitos dos cotistas.

Contudo, os riscos patrimoniais a que o cotista de fundo de investimento se submete ao investir no mercado de valores mobiliários não se confundem com o perigo na atividade a que alude o art. 927, parágrafo único, do Código Civil.

De acordo com a explicada teoria do risco criado, os riscos para o direito de outrem a que se refere o mencionado dispositivo legal dizem respeito a atividades potencialmente mais perigosas do que outras sob o aspecto do risco às próprias pessoas que delas usufruem ou a terceiros.[600] Sobre esse particular, Anderson Schreiber registrou, de forma exemplificativa, que a cláusula geral do Código Civil se dirige a atividades que "se centram sobre bens intrinsecamente danosos (como material radioativo, explosivos, armas de fogo etc.)" ou que "empregam métodos de alto potencial lesivo (como o controle de recursos hídricos, manipulação de energia nuclear etc.)".[601]

É fato que, ao investir recursos em fundos de investimento, os cotistas, voluntariamente, assumem o risco de possíveis perdas patrimoniais dos recursos investidos. Esse risco é inerente à qualquer ato de investimento no mercado de valores mobiliários. Entretanto, não há nada na prestação de serviços de administração de recursos de terceiros desempenhada pelo administrador e pelo gestor de fundo de investimento que revele o perigo a que o legislador pretendeu se referir no parágrafo único do art. 927 do Código Civil.

Esse raciocínio é compartilhado por Eduardo Montenegro Dotta, para quem, à primeira vista, "a atividade normalmente desempenhada [pelo administrador e pelo gestor] não tem

---

[600] Sílvio de Salvo Venosa, inclusive, exemplifica essas atividades como "[...] a transmissão de energia elétrica, exploração de energia nuclear, transporte de explosivos etc." (VENOSA, op. cit., p. 448, versão eletrônica).

[601] SCHREIBER, op. cit., p. 25.

como ser dissociada da influência de inúmeros riscos (v.g. riscos de mercado, riscos de liquidez, riscos de crédito, entre outros)". Contudo, ao aprofundar a análise do tema, o autor concluiu que tal atividade não se enquadraria na "razão legal que permeou a construção da norma veiculada [no parágrafo único do art. 927 do Código Civil]".[602]

Sobre esse particular, também Fernando Queiroz Neves ressalta que, nas obrigações assumidas pelos prestadores essenciais, não está presente o "risco do negócio" do qual decorre a assunção objetiva da responsabilidade civil pelo agente econômico.[603] Ambos os autores acima concluem pela necessidade de identificação de conduta culposa ou dolosa na aferição da responsabilidade civil dos prestadores essenciais.

Finalmente, ainda sobre esse importante tema, Mario Tavernard Martins de Carvalho é categórico ao afirmar que "a atividade desempenhada pelo administrador do fundo não é perigosa. O investimento em si é que enseja riscos. O administrador somente presta os serviços de administração daqueles recursos".[604]

Em uma palavra, há que se separar o risco relacionado ao ato de investir do risco da atividade em si, sendo apenas este último apto a caracterizar determinada atividade econômica como "arriscada". O primeiro é assumido pelo investidor; ao passo que o segundo é assumido pelo agente que desempenha a atividade econômica, a depender das características de tal atividade.

As atividades desempenhadas pelo administrador e pelo gestor de fundos de investimento, assim, não devem ser enquadradas dentre aquelas que implicam a geração de risco apto a ensejar a responsabilização objetiva na forma do parágrafo único do art. 927 do Código Civil.

Portanto, sendo inaplicáveis as disposições do CDC, inexistindo disposição legal expressa pela responsabilidade objetiva e, ainda, não sendo caso de se aplicar a cláusula geral de

---

602 "Concluímos, então, ponderados os itens que interferem e interagem no debate levantado, que a natureza da responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento, continua sendo subjetiva, razão pela qual estes não podem ser demandados a menos que tenham agido ilicitamente em razão de conduta culposa ou dolosa. Pensar o contrário compreenderia alargar indevidamente a incidência da responsabilidade objetiva para toda situação e atividade que se possa imaginar estar sujeita a qualquer risco, ligado ou não ao agir daquele que a desenvolve, o que de certo não se confunde com a razão legal que permeou a construção da norma veiculada pelo artigo 927, e seu parágrafo único, do Código Civil" (DOTTA, op. cit., p. 150).

603 "[...] não é próprio identificar nas obrigações de gestão assumidas pelas instituições administradoras, perante os fundos de investimento (condomínio de investidores), realidade negocial que dê ensejo à presumida assunção de responsabilidade objetiva, por risco do negócio. Sendo impróprio tal entendimento, a responsabilidade das instituições administradoras somente pode decorrer de fato culposo a ela imputável, relacionado diretamente com o prejuízo ao investidor (nexo causal)" (NEVES, Fernando C. Queiroz. Responsabilidade civil por perdas em fundos de investimento. *Revista Autônoma de Direito Privado*, Curitiba, n. 2, p. 171-198, jan./mar. 2007. p. 193).

604 CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 134-135.

responsabilidade objetiva do Código Civil, é forçoso concluir que a responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento deve ser aferida de forma subjetiva, sendo necessária a demonstração de ato ou omissão doloso ou culposo praticado por tais agentes – além da ocorrência de dano e do nexo de causalidade.[605-606]

Não obstante, essa conclusão deve ser entendida como uma regra geral que pode ser modificada pela vontade das partes envolvidas. Isso porque, como anteriormente mencionado, o inciso II do art. 1.368-D do Código Civil permite que o regulamento fixe os "parâmetros de aferição" da responsabilidade dos prestadores de serviços do fundo de investimento. A mesma disposição foi repetida no inciso II do parágrafo primeiro do art. 48 da Resolução CVM nº 175/2022, que lista as matérias acerca das quais a parte geral do regulamento (comum a todas as classes de cotas) deve dispor.

Disso se extrai que o regulamento poderá fixar que a responsabilidade de tais prestadores, em determinado fundo de investimento, seja apurada sem necessidade de demonstração de culpa (i.e., objetivamente). Assim, embora a regra seja a responsabilidade subjetiva do administrador e do gestor, o regulamento, enquanto contrato que rege as relações entre tais agentes e o cotista, poderá dispor de forma diversa, atribuindo responsabilidade objetiva aos prestadores de serviços essenciais.

3.3.4 Noção de culpa normativa e sua aplicação à atividade desempenhada pelos administradores e gestores de fundos

---

605 Além dos autores mencionados nas notas anteriores, concluem nesse mesmo sentido, dentre outros: RANGEL; Alexandre; VIEIRA, Marcelo Soares Lima. Reflexões sobre o regime jurídico de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores de recursos no âmbito dos fundos de investimento. In: MARTINELLI, João Paulo; COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O empresário no banco dos réus:* responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021. p. 314-315; TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; LATINI, Luíza. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento em participações (FIPs): alguns parâmetros. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. v. IV. p. 68-69; DUFLOTH, Rodrigo. Notas sobre as responsabilidades de gestores de fundos de investimento em ações (FIA) e multimercado (FIM). In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 242; e PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento:* estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 167.

606 Em sentido contrário, também exemplificativamente: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coords.). *Inexecução das obrigações:* pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Processo, 2020. p. 674-678; e RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do investidor-consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimentos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. passim. Tais autores entendem ser objetiva a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais em razão da aplicação do CDC à relação jurídica em comento.

Partindo-se da conclusão de que, via de regra, a responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento é subjetiva, deve-se perquirir acerca da questão da aferição da culpa de tais agentes pelos danos eventualmente causados ao cotista.

Em determinado momento histórico, ao explicar no que consistia a culpa – e, consequentemente, como esta deve ser apurada – autores se valiam da ideia de *culpa subjetiva ou psicológica*. Nessa concepção, a apuração da culpa envolve uma necessária avaliação de elementos psicológicos, anímicos, "típica de uma avaliação moral e subjetiva da conduta individual".[607]

Para se aferir se alguém agiu com culpa *lato sensu*, seria necessário verificar a intenção do agente de causar o dano (dolo) ou a possibilidade de prever os resultados danosos de uma atuação negligente, imprudente ou com imperícia (culpa *stricto sensu*).[608] De acordo com as lições de Caitlin Mulholland, a culpa psicológica "importa na violação de um dever pré-existente, exigindo-se para sua caracterização o elemento subjetivo da vontade, isto é, a consciência da violação do dever (reprovabilidade social) e a previsibilidade do resultado danoso".[609]

Entendia-se que, inclusive, as corriqueiras referências aos conceitos de negligência, imprudência e imperícia[610] revelariam o caráter moral e psicológico do qual se costuma revestir o conceito de culpa.[611] Nas palavras de Paula Greco Bandeira, na culpa subjetiva ou psicológica, "o foco da responsabilidade civil encontra-se na figura do ofensor, vez que se mostra imprescindível a análise do estado anímico do agente causador do dano".[612]

Diante das transformações da sociedade, com alterações relevantes na dinâmica das relações sociais e econômicas, passou-se a se entender que a concepção de culpa focada em aspecto psicológico do agente não mais se justificava. Poderia gerar, inclusive, situações nas quais a vítima se via obrigada produzir "prova diabólica", pois como provar que o ofensor agiu com

---

607 BANDEIRA, Paula Greco. A evolução do conceito de culpa e o artigo 944 do Código Civil. *Revista da EMERJ*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 42, p. 227-249, 2008. p. 227.

608 Ibidem, p. 227.

609 MULHOLLAND, op. cit., p. 39.

610 "Assim, afirma-se que a negligência consiste na 'omissão daquilo que razoavelmente se faz, ajustadas as condições emergentes às considerações que regem a conduta normal dos negócios humanos. É a inobservância das normas que nos ordenam operar com atenção, capacidade, solicitude e discernimento'. A imprudência, por sua vez, corresponde à 'precipitação no procedimento inconsiderado, sem cautela, em contradição com as normas do procedimento sensato. É a afoiteza do agir, o desprezo das cautelas que devemos tomar em nossos atos". E, por fim, a imperícia consubstancia-se, originariamente, na 'falta de habilidade'" (BANDEIRA, p. 228).

611 SCHREIBER, op. cit., p. 15.

612 BANDEIRA, op. cit., p. 229.

ânimo de causar dano se ele resistisse à pretensão reparatória?[613-614]

Daí passou a ganhar espaço concepção mais moderna de culpa, à qual se denominou *culpa objetiva ou normativa*. Trata-se de noção segundo a qual a culpa consiste em um erro de conduta que não seria normalmente cometido por outra pessoa na mesma situação do ofensor. Consiste, assim, em um juízo de comparação objetiva entre a conduta do ofensor e a conduta esperada de um tipo abstrato, sendo esse tipo, colocado nas mesmas circunstâncias externas que o agente causador do dano, tomado como padrão esperado de comportamento (*standard*).[615] O conceito é bem elucidado nas palavras de Gustavo Tepedino, Aline Terra e Gisela Sampaio Guedes:

> [n]essa direção, a aferição da culpa é realizada por meio da comparação entre o arquétipo de conduta esperado diante da específica situação delineada e o comportamento efetivamente adotado pelo agente. Dito de outro modo, para que reste comprovada a culpa, basta à vítima demonstrar a inadequação da conduta do ofensor ao padrão de comportamento relativo à atividade desempenhada *in concreto*, isto é, ao *standard* de conduta esperado para os casos semelhantes. Trata-se, com efeito, de comparar, em juízo valorativo, a conduta adotada no caso concreto com o modelo abstrato de comportamento em iguais circunstâncias, a fim de verificar a coincidência ou discrepância entre elas, prescindindo-se de quaisquer investigações acerca do estado anímico do agente. Desse modo, a culpa se afasta, finalmente, da aferição, por vezes moralista, das expectativas idealizadas de comportamento a partir de hipóteses fáticas abstratas.[616]

No caso dos administradores e gestores de fundos de investimento, suas responsabilidades são de natureza contratual, o que, sem dúvidas, reduz as incertezas decorrentes das discussões em torno do conceito de culpa.

Isso porque, em princípio, nos termos do art. 389 do Código Civil, o descumprimento contratual (i.e., do regulamento do fundo de investimento) é elemento apto a demonstrar a culpa do administrador ou do gestor. E, por se tratar de contrato regulado, complementados pelas normas editadas pela CVM, tem-se que o descumprimento de norma regulatória da qual resulte dano ao cotista – ainda que não expressa no regulamento do fundo – também evidenciaria a atuação culposa do prestador de serviço essencial.

Assim, pense-se no exemplo de um fundo de investimento cujo regulamento contemple uma política de investimento bem delimitada. O desvio dos limites estabelecidos em tal política

---

613 Ibidem, p. 229-230.

614 "Preocupações com a consciência da lesão ao direito alheio, com a previsibilidade do dano e com a reprovabilidade moral da conduta praticada esmoreceram diante das dificuldades de concreta demonstração destes aspectos [...]" (SCHREIBER, op. cit., p. 34).

615 BANDEIRA, op. cit., p. 230.

616 TEPEDINO; TERRA; GUEDES, op. cit., p. 122-123, versão eletrônica.

por parte do gestor representará violação de obrigação contratual, apta, por si só, a demonstrar a culpa de tal agente no exercício de suas atribuições. De tal demonstração, aliada à ocorrência de um dano e existência de nexo de causalidade, resultará a obrigação de o gestor indenizar.

Esse entendimento está em linha com o exposto quando da análise da diferença entre a responsabilidade civil extracontratual e contratual, no sentido de que, na primeira, é necessário que a vítima comprove a culpa do causador do dano; ao passo que, na segunda, basta que seja demonstrado que houve o descumprimento da obrigação para que a culpa do responsável seja presumida.

No entanto, conforme se ressalvou, essa diferença é mitigada quando se está diante de obrigações de meio, casos em que, como o devedor não assume compromisso de obter resultado específico, será necessário demonstrar que não foram observados os padrões de conduta dele razoavelmente esperados.[617-618]

Nesse cenário, é possível cogitar de situações em que a verificação da culpa do gestor ou do administrador, no caso concreto, demande reflexões mais aprofundadas. Afinal, diversas obrigações assumidas por tais agentes são de meio, sendo necessário avaliar se foram, ou não, implementados os esforços esperados para se alcançar as expectativas dos cotistas; bem como se foram observados os deveres fiduciários assumidos por tais agentes (especialmente de diligência e lealdade).

Corroborando esse alerta, se constatou anteriormente que, em muitas oportunidades o STJ se utiliza da ideia de "má-gestão" na apuração da responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais. Adicionalmente, muito se discute acerca da violação do dever de diligência daqueles agentes (nitidamente uma obrigação de meio). Nesses casos, como se perquirir que uma gestão foi "ruim" ou que um agente não foi diligente a ponto de fazer surgir um dever indenizatório?

Para responder essa pergunta, é preciso considerar que, apesar de a culpa normativa pretender eliminar ou reduzir discussões sobre o estado psicológico do ofensor, surge uma outra discussão: quem é o *bonus pater familias* cuja conduta deve servir de modelo comparativo? Ou, ainda, quais são os *standards* objetivos de conduta que devem ser observados pelo agente?

A administração de carteira de valores mobiliários consiste em atividade profissional e regulamentada pela CVM. Para que determinado agente se habilite como administrador

---

617 TEPEDINO; TERRA; GUEDES, op. cit., p. 51-52, versão eletrônica.

618 Não se aprofundará, neste trabalho, na questão da repartição do ônus probatório em eventuais pretensões indenizatórias em face dos prestadores de serviços essenciais. Sem prejuízo de as características de cada caso concreto serem levadas em consideração, entende-se que essa temática pode ser melhor explorada sob a ótica do Direito Processual, especialmente à luz das disposições do art. 373 do Código de Processo Civil.

fiduciário ou gestor de recursos, deve comprovar o atendimento a diversos requisitos, inclusive no tocante ao conhecimento técnico sobre a matéria.

Assim, por certo, quando se trata da atividade desempenhada pelo administrador ou pelo gestor de fundo de investimento, a noção de *reasonable man* ou *bonus pater familias* deve levar em consideração o profissionalismo de sua atividade e os conhecimentos técnicos necessários para exercê-la pessoalmente. Dito de outra forma, o tipo abstrato de comparação não poderá ser um leigo ou "homem comum"; mas sim um profissional, a ser colocado nas mesmas circunstâncias do agente causador do dano para que, comparando suas condutas em abstrato, se verifique se este agiu com culpa.

Adicionalmente, conforme ressalta Anderson Schreiber, cada vez mais os magistrados se valem de recursos técnicos para formação dos *standards* de conduta da culpa normativa, "valendo-se, por exemplo, de diretrizes emitidas por associações profissionais, de códigos de conduta especializados mesmo desprovidos de valor normativo, da oitiva de assistentes judiciais especializados". O autor, inclusive, cita textualmente o papel da CVM ao auxiliar no deslinde de litígios envolvendo o mercado de valores mobiliários.[619]

No caso das atividades desempenhadas por administradores e gestores de fundos de investimento, merecem destaque, como fontes dos referidos *standards*, (a) as Resoluções e outros atos normativos editados pela própria CVM (obviamente); (b) a jurisprudência administrativa do Colegiado da CVM; bem como (c) os instrumentos de autorregulação, especialmente aqueles elaborados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).[620]

Portanto, em havendo dúvidas quanto a culpa do administrador ou gestor de fundo de investimento em razão de alegado descumprimento de obrigação de meio,[621] a regulamentação,

---

619 "Destaca-se, no Brasil, por exemplo, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários como *amicus curiae*, cada vez mais solicitada pelas cortes nacionais 'porquanto as questões de direito societário, de competência da CVM, regem-se por regras muito específicas, costumeiramente regulamentadas por portarias, instruções, resoluções, pareceres de orientação que, por vezes, escapam do alcance do já deveras atarefado Poder Judiciário'" (SCHREIBER, op. cit., p. 42).

620 O principal instrumento de autorregulação da ANBIMA aplicado aos fundos de investimento e seus administradores e gestores consiste no Código de Administração de Recursos de Terceiros (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Administração de Recursos de Terceiros*. São Paulo, 16 dez. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm#:~:text=O%20c%C3%B3digo%20estabelece%20princ%C3%ADpios%20e,melhores%20pr%C3%A1ticas%20para%20a%20atividade. Acesso em: 1 out. 2022).

621 Ainda sobre a questão da culpa normativa, cabe um registro sobre a posição de Milena Donato e Pablo Renteria. Conforme já demonstrado anteriormente, tais autores entendem, na esteira da jurisprudência do STJ, que as relações do cotista com o administrador e o gestor do fundo de investimento são de consumo e,

a jurisprudência administrativa do Colegiado da CVM e a autorregulação são os principais parâmetros que deverão pautar a análise comparativa da conduta do agente no caso concreto com a que se esperaria dele, sob o prisma da culpa normativa. Tais parâmetros devem ser levados em consideração para se avaliar, em cada caso, se está presente a culpa do prestador de serviço essencial.

3.3.5 A responsabilidade do administrador e do gestor pelo insucesso do investimento

Fixadas as principais balizas acerca da forma de aferição da responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais por danos ao patrimônio do fundo, vale reservar uma palavra ao tema do insucesso do investimento realizado pelos cotistas.

Como se sabe, os cotistas podem vir a experimentar perda total ou parcial dos recursos investidos – e, na hipótese de fundo de investimento sem limitação de responsabilidade, poderão se ver obrigados a aportar novos recursos para fazer frente ao patrimônio líquido negativo do fundo.[622]

Ou pode ser que – ainda que sem experimentar perdas – o investimento no fundo não traga ao cotista a rentabilidade por ele almejada. Em qualquer uma dessas situações, pode-se afirmar que o investimento não logrou o êxito pretendido pelo cotista.[623] De uma forma ou de outra, estar-se-á diante de uma situação de insucesso do investimento.

Questiona-se, assim, se o administrador ou o gestor devem ser responsabilizados por tal insucesso. A resposta deve ser, em princípio, categórica: os prestadores de serviço essenciais

---

portanto, a responsabilidade civil desses últimos deve ser apurada de acordo com os preceitos do CDC. Nada obstante, destacam os autores que, mesmo que a responsabilidade do fornecedor seja aferida objetivamente, em virtude da natureza de meios das obrigações de tais agentes, ainda assim haveria a necessidade de se demonstrar a inobservância das regras e padrões profissionais de conduta ao se perquirir acerca do defeito na execução dos serviços, "de forma equivalente, em termos funcionais, à comprovação da culpa normativa" (OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: Terra, Aline de Miranda Valverde; Guedes, Gisela Sampaio da Cruz (Coords.). *Inexecução das obrigações:* pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Processo, 2020. p. 672-674).

622 MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de; DI BIASE, Nicholas Furlan; SOUZA, Paula Morais Borges de. A obrigação de aportes extraordinários de recursos pelo cotista de fundo de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 124.

623 O exemplo do cotista que, ainda que sem experimentar perdas, não alcançou a rentabilidade pretendida com o investimento realizado evidencia que o insucesso do investimento pode ser tanto uma questão subjetiva (nessas hipóteses), quanto objetiva (nos casos em que, de fato, houve perda total ou parcial dos recursos investidos). Ou seja, o sucesso ou insucesso do investimento pode ser, em alguns casos, uma questão de perspectiva, obtida ao se comparar o resultado pretendido pelo investidor e aquele efetivamente alcançado no investimento. É possível, portanto, que duas pessoas invistam ao mesmo tempo no mesmo ativo financeiro e uma considere o resultado do investimento exitoso; ao passo que outra entenda que houve insucesso: o que há são diferenças entre as expectativas de cada uma delas.

não podem ser responsabilizados pelo insucesso do investimento, quando este decorrer dos riscos a ele inerentes.[624]

Essa conclusão guarda relação principalmente com o fato de que as obrigações relativas à gestão da carteira do fundo de investimento assumidas pelos prestadores essenciais são, em geral, de meio, conforme detalhado em subseções anteriores.

Como não poderia ser diferente, esse é o entendimento unânime da doutrina. Milena Donato e Pablo Renteria, inclusive, ressaltam que entender a responsabilidade do gestor sobre os resultados do investimento de outra forma equivaleria a afirmar que o gestor se tornaria uma espécie de devedor dos cotistas pelo resultado pretendido "como observado em uma típica relação de mútuos bancário".[625] Tal ponderação evidencia o absurdo que seria esse raciocínio.

Para Antonio Tiburcio, Lucas Hermeto e Luiza Latini, deve ser protegida a ideia de que o insucesso do investimento não resulta necessariamente da violação de dever do gestor e, portanto, não é apto a dar causa à sua responsabilização. Explicam os autores que é o risco do investimento que faz com que, em caso de sucesso, o investidor seja remunerado; mas, em caso de insucesso, deva o investidor suportar as consequências de sua decisão de alocação de recursos.[626] Mario Tavernard Martins de Carvalho, a seu turno, enfatiza que não seria adequado, "caso tenha efetivamente cumprido todos os seus deveres, o administrador responder por insucessos inerentes à própria política de investimentos e de riscos escolhida pelo próprio cotista".[627]

O acima visto é a regra geral, que deve permear toda e qualquer análise sobre o tema, de modo a garantir a segurança jurídica que o exercício da atividade de administração de recursos de terceiros no âmbito do mercado de valores mobiliários precisa. Presume-se, assim, que o insucesso ou desempenho insatisfatório do investimento decorre de riscos que a ele são inerentes.

Por outro lado, pode ser que o insucesso tenha origem não em riscos inerentes ao fundo de investimento; mas em decorrência de atos praticados pelo administrador ou pelo gestor do fundo, conforme o caso, que possam ser considerados fraudulentos ou atribuídos à má-

---

624 RANGEL; Alexandre; VIEIRA, Marcelo Soares Lima. Reflexões sobre o regime jurídico de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores de recursos no âmbito dos fundos de investimento. In: MARTINELLI, João Paulo; COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O empresário no banco dos réus:* responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021. p. 315.

625 OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 24-25.

626 TIBURCIO; HERMETO; LATINI, op. cit., p. 68.

627 CARVALHO, op. cit., p. 135.

gestão.[628] Ou seja, pode ser que o administrador e/ou o gestor tenham incidido em culpa ou dolo no exercício de suas atribuições.

Nesses casos, por certo, tais agentes (ou apenas um deles, conforme o caso) responderão pelos danos causados. Para tanto, será necessário demonstrar a violação de parâmetros de conduta pelos prestadores essenciais, a ensejar ou contribuir para um insucesso do investimento descolado dos riscos naturais (ou, a depender da forma como for fixado o ônus probatório em cada caso, que os prestadores de serviços essenciais demonstrem terem atendido a tais parâmetros).

Como se está na esfera da responsabilidade civil, é necessário, ainda, que as violações apontadas sejam aptas a causar o dano alegado. Ou seja, deve estar presente o nexo de causalidade, ligando a conduta do administrador ou do gestor ao dano efetivamente causado ao patrimônio do fundo.

Não se poderia, por exemplo, cogitar de situação na qual perdas relevantes incorridas pelo fundo de investimento são atribuídas a uma falha do administrador em cumprir obrigações meramente acessórias, como a de manter a documentação do fundo em boa ordem. Embora possa estar presente, no caso, uma violação por parte do administrador, tal conduta, em princípio, parece não ser apta a causar o dano alegado, estando ausente o nexo causal.

Ainda sobre o assunto, cabe reiterar uma crítica feita à jurisprudência do STJ. Isso porque, certos precedentes do Tribunal Superior incluem no conceito de "má-gestão" a realização de "operações arriscadas [...] com o capital do investidor", sem fornecer maiores detalhes sobre tal entendimento.[629]

Ocorre que a "tomada de riscos" (no jargão do mercado) por parte de gestores de fundos de investimento não necessariamente caracteriza um ato de má-gestão. Muito pelo contrário,

---

628 "[...] não há que se confundir resultados aquém das expectativas com má-gestão, partindo da premissa de que a boa gestão levaria necessariamente aos resultados almejados. Por mais escorreita que possa ser a gestão de um fundo de investimentos, este instrumento sempre envolve a assunção de riscos pelo investidor. Deve-se apartar, assim, a má-gestão, deflagradora do dever de reparar, dos riscos próprios do investimento, assumidos pelo investidor e que devem ser por este exclusivamente arcados, a menos que tenha havido, consoante se ressaltou, falha no dever de informar" (OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coords.). *Inexecução das obrigações:* pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Processo, 2020. p. 675).

629 Exemplificativamente: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 658.608/ES. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Data de julgamento: 4 ago. 2015. DJe. de: 17 ago. 2015; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 1.140.811/RJ. Relator: Min. Marco Buzzi. Brasília. Data de julgamento: 23 fev. 2016. DJe. de: 26 fev. 2016; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.724.722/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 27 ago. 2019. DJe. de: 29 ago. 2019.

há determinados tipos de fundos de investimento que se notabilizam, justamente, pela realização de operações arrojadas que, como contrapartida do risco assumido, podem gerar retornos superiores aos de operações de perfil moderado.

Ou seja, ao exemplificar o gênero "má-gestão" com a espécie "operações arriscadas" o STJ contribui para criar indesejada insegurança jurídica. Andaria melhor o Tribunal se revisitasse seu entendimento para deixar claro que, na realidade, a má-gestão ocorre quando a carteira do fundo de investimento é gerida em desacordo com a política de investimento ou com as normas regulamentares aplicáveis.

Finalmente, o administrador ou o gestor poderão ser responsabilizados pelo insucesso ou desempenho insatisfatório do investimento quando tiverem, ao arrepio da legislação, feito promessas de rentabilidade a investidores e os resultados efetivos do fundo não atinjam as promessas feitas. Nesses casos, como analisado anteriormente, a obrigação que era de meio transmuta-se em de resultado.

Pelo exposto, podem ser fixadas as seguintes balizas sobre responsabilidade do administrador e do gestor pelo insucesso do investimento: (a) investir no mercado de valores mobiliários – o que inclui a subscrição de cotas de fundos de investimento – naturalmente envolve riscos que devem ser suportados pelos cotistas; (b) os prestadores de serviços essenciais não podem ser responsabilizados pelo insucesso do investimento decorrente dos riscos inerentes ao investimento realizado; (c) responderão, contudo, pela má-gestão (caracterizada pela violação ao regulamento ou à regulamentação em vigor, especialmente à política de investimentos do fundo), prática de atos fraudulentos, violação da obrigação de informar os cotistas ou promessa de rentabilidade; (d) a regra é que a responsabilidade seja aferida subjetivamente, devendo ser comprovada a culpa *lato sensu* do administrador ou do gestor; e (e) tal culpa pode ser evidenciada mediante demonstração de violação, pelo prestador essencial, do regulamento do fundo (complementado pelas normas editadas pela CVM) e, no caso de obrigações de meio, de *standards* objetivos de comportamento (inclusive aqueles extraídos da autorregulação).

3.3.6 Ponto distintivo para a responsabilidade administrativa: necessidade de ocorrência de dano

O estudo da responsabilidade sancionadora do administrador e do gestor de fundos de investimento foge ao recorte de escopo do presente trabalho, especialmente pelo fato de ter propósito punitivo e, portanto, absolutamente distinto da responsabilidade civil, cuja finalidade

é a perseguição da reparação do dano injusto.[630] Não obstante, é necessário fazer breves considerações sobre a diferença entre responsabilidades civil e administrativa no que diz respeito a um aspecto específico: a necessidade da efetiva ocorrência de dano.

Começando pela responsabilidade civil, tem-se que sua própria razão de existir consiste em impor ao ofensor a reparação de perdas e danos efetivamente sofridos pela vítima.[631] Por isso, a responsabilidade civil pressupõe a ocorrência de um dano, que deverá ser reparado pelo agente que a ele der causa. O dano consiste em elemento essencial da responsabilidade civil, devendo sua ocorrência ser comprovada (ainda que, como dito, a verificação de sua extensão possa ocorrer em momento posterior, de liquidação de sentença). Sem dano efetivo, não há o que reparar, uma vez que "a indenização não pode produzir o enriquecimento da parte lesada".[632]

Importante reiterar, ainda, que o dano na responsabilidade civil subjetiva deve decorrer de conduta antijurídica (requisito objetivo da culpa). Tal observação tem especial relevância em se tratando de uma relação jurídica de investimentos, da qual necessariamente resultarão variações, positivas ou negativas, do patrimônio do fundo de investimento (i.e., da coletividade de cotistas) em razão de atos praticados pelo administrador ou pelo gestor do fundo de investimento.

Dito de outro modo: em sendo o risco inerente ao ato de investir, é possível que os cotistas sofram perdas patrimoniais. Tais perdas, embora naturais, representam dano e podem decorrer de atos ou omissões do administrador ou do gestor (nexo de causalidade). Todavia, se os prestadores de serviços essenciais tiverem agido de acordo com o regulamento do fundo e com legislação, esse dano não será elegível à reparação, visto não decorrer de conduta antijurídica.

A responsabilidade administrativa, por outro lado, possui outra *ratio*, assemelhada àquela do Direito Penal, segundo a qual o delito é tido como um fato de ruptura social, a justificar a aplicação de medidas repressivas e punitivas ao infrator.[633] O Direito Administrativo Sancionador permite que o Estado, no exercício de seu poder de polícia, puna o ofensor por ter

---

630 OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. 5. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015. p. 114-116.

631 "A responsabilização civil destina-se a recompor o patrimônio do sujeito lesado pela conduta antijurídica praticada por outrem. Consiste na imposição de obrigação de indenizar as perdas e danos sofridos pela parte inocente. Rigorosamente, a responsabilidade civil não apresenta natureza punitiva" (JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 13. ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2018. p. 484).

632 Ibidem, p. 484.

633 EIZIRIK, Nelson; GAAL B. Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 687.

praticado condutas ilícitas no curso de relações jurídicas administrativas ou no âmbito de atividade regulada.[634]

Em princípio, no Direito Administrativo Sancionador, a materialização de um dano, individual ou coletivo, não é elemento necessário para ensejar a responsabilidade administrativa do infrator. Afirma-se que o Direito Administrativo Sancionador consiste em um "direito de risco", uma vez ser possível punir o potencial de dano gerado pelo agente regulado que descumpre a legislação (e não efetivamente um resultado danoso).[635]

Assim, no tocante ao dano, a responsabilidade civil se diferencia da administrativa na medida em que, na primeira, exige-se a ocorrência do dano; ao passo que a segunda pode prescindir de tal elemento.

Essa importante diferença, aplicada ao mercado de valores mobiliários, é constantemente relembrada pelo Colegiado da CVM em seus precedentes. Vale citar, dentre todos, precedente de relatoria de Flávia Perlingeiro, no qual a ex-Diretora explica didaticamente que, havendo violação de norma de conduta inserida na alçada de atuação da CVM, cabe à autarquia apurar e, se for o caso, punir os infratores, "independentemente de tais violações terem causado danos diretos a outros participantes do mercado". A única exceção se dá quando a necessidade de materialização de dano consistir elemento integrante do tipo administrativo (o que, na maioria das vezes, não é o caso).[636]

Em outros precedentes, o ex-Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, rebate argumentos de defesa no sentido de que as condutas julgadas, no caso concreto, não teriam causado danos a investidores, afirmando categoricamente que "[...] a lógica da responsabilidade civil, em que se busca indenização, não é transplantada para o processo administrativo sancionador".[637] Registra, ainda, que a existência de prejuízos é elemento que pode ser levado em consideração apenas para fins de dosimetria da pena administrativa, não sendo, entretanto, determinante para

---

634 JUSTEN FILHO, op. cit., p. 485.

635 "Eduardo Rocha Dias explica, com razão, ser o direito administrativo sancionador um direito de risco, castigando-se não propriamente o resultado danoso, mas o potencial de dano causado pelo particular que descumpre as normas jurídicas. Por exemplo: as infrações de trânsito, nas quais a multa imposta ao condutor de um veículo é aplicada, não pelo dano efetivamente causado, mas pelo dano potencial, o risco causado por sua conduta. Outro exemplo, citado pelo autor, é o da multa moratória, aplicada a contratados, pelo fato de retardarem o cumprimento de suas prestações" (DIAS, Eduardo Rocha. *Derecho administrativo sancionador*. Madri: Tecnos, 1994 *apud* VITTA, Heraldo. *A sanção no direito administrativo*. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 40).

636 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.003922/2020-50. Relatora: Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 26 abr. 2022.

637 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.009118/2019-41. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 24 maio 2022.

aferir o ocorrência da infração.[638-639]

3.3.7 A participação dos cotistas na definição da estratégia de investimentos do fundo

A regulamentação do mercado de valores mobiliários foi concebida pensando-se no seguinte cenário: certo emissor oferece publicamente valores mobiliários para uma coletividade indeterminada de investidores, presumindo-se que tais investidores possuem menos informações sobre o ativo financeiro ofertado do que o próprio emissor ou agentes a ele relacionados.

Especificamente no que diz respeito aos fundos de investimento, todo o arcabouço regulatório foi estruturado com base no racional de separação entre propriedade e gestão.[640-641] Ou seja, a regulamentação parte da premissa de que os proprietários das cotas que representam o patrimônio do fundo (os cotistas) não são as mesmas pessoas responsáveis pelas decisões de

---

638 "Além disso, e em relação ao argumento das defesas segundo o qual a suposta ausência de prejuízo esvaziaria a justa causa necessária à instauração deste processo, observo que não se pode transplantar para o processo administrativo sancionador a lógica de responsabilidade civil, em que se busca indenização por danos causados. A alegação das defesas de inexistência de prejuízos não é determinante, neste caso e para efeitos dessa esfera administrativa, embora possa ser considerada para fins da dosimetria da pena" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.002528/2020-02. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 21 dez. 2021).

639 No mesmo sentido, vale citar as palavras de Pablo Renteria: "É verdade que dessa conduta intencional pode resultar, em certos casos, vantagem indevida para o infrator ou terceiro, mas esse resultado é meramente acidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração. Do mesmo modo, a regulamentação da CVM não exige a prova do dano e de sua extensão para a configuração da deslealdade do gestor ou administrador. Vale aqui lembrar que, neste julgamento, apura-se a responsabilidade administrativa dos Acusados, a qual, diferentemente da responsabilidade civil, não tem por finalidade a reparação de prejuízos. Em vez disso, destina-se a reprimir condutas desviantes das normas que regem o funcionamento do mercado de valores mobiliários. Por isso, e ressalvadas situações específicas, as infrações administrativas não supõem a produção de dano" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087. Relator: Dir. Pablo Renteria. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 24 jul. 2018).

640 "As regras a respeito dos fundos de investimento foram elaboradas pela CVM tendo em vista essa estrutura padrão que presume uma coletividade de investidores. Por esse motivo, as normas aplicáveis aos fundos de investimento presumem uma separação entre os proprietários e os gestores dos recursos do fundo" (DIAS, Luciana; ANDRADE, Rafael. Fundos de Investimento em Participações: o regime jurídico dos fundos exclusivos e reservados na regulamentação da CVM. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 450).

641 "Fundos de investimento são estruturas construídas, em geral, para viabilizar investimentos coletivos. Via de regra, um administrador de carteira profissional e autorizado pela CVM forma um fundo, vende suas cotas para investidores dispersos, arrecadando investimento de terceiros que se tornam cotistas, e gere tais recursos de acordo com mandato pré-estabelecido no regulamento do fundo. As regras relativas aos fundos de investimento foram elaboradas tendo em vista esta estrutura padrão" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 15/2008. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 28 fev. 2012).

investimento e gestão da carteira do fundo (o gestor).[642-643] Os cotistas, assim, assumiriam uma postura passiva no tocante à gestão do fundo.[644]

Inclusive, como dito anteriormente, fundos de investimento surgiram, dentre outras razões, como uma alternativa a investidores que, ao invés de investir diretamente em certa modalidade de ativos financeiro, optam por entregar recursos a um profissional que, por sua expertise, poderá tomar decisões de investimento mais adequadas dentro dos limites de uma política de investimento.

Ocorre que, na prática, esses elementos (i.e., coletividade de cotistas, conhecimento superior do gestor em relação ao investidor e separação entre propriedade e gestão) podem simplesmente não estar presentes. E não é possível ignorar isso, pois se trata de um dado de realidade.

Exemplificando essa afirmação, existem as classes ou fundos restritos (destinados exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais, os quais presumidamente possuem conhecimentos técnicos superiores aos do público em geral e, a depender do caso, aos do gestor do fundo). Da mesma forma, existem classes ou fundos exclusivos, que se destinam a um único investidor ou a um grupo específico de investidores que tenham entre si algum vínculo. Em classes ou fundos restritos e/ou exclusivos, pode ocorrer de o(s) cotista(s) optar(em) por interferir, influenciar ou, até mesmo, tomar as decisões de investimento relativas à carteira do fundo.[645-646]

---

642 "Os principais objetivos das normas que regem a administração de recursos de terceiros, assim, são alinhar o interesse do investidor e daqueles que agem em seu nome [...]" (DIAS; ANDRADE, op. cit., p. 450).

643 "Por isso, as normas aplicáveis a fundos de investimento presumem uma separação entre os proprietários e os gestores dos recursos do fundo. Os principais objetivos das normas que regem a administração de recursos de terceiros são alinhar os interesses do investidor e daqueles que agem em seu nome, estabelecer mecanismos pelos quais os investidores possam supervisionar a gestão feita pelos administradores, bem como impor um regime fiduciário e de responsabilidade dos gestores dos fundos em relação aos seus cotistas" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 15/2008. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 28 fev. 2012).

644 "Em seguida surgirão numerosos investidores, sem caráter empreendedor, que após entregarem recursos ao administrador e outorgar-lhe mandato, permanecerão meramente passivos aguardando a valorização das suas participações. Os investidores não atuam, nem envidam esforços" (ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 66, p. 223-271, 1971. p. 269).

645 Confira-se, nesse sentido, as palavras do Diretor João Accioly, em voto vista proferido no julgamento, pelo Colegiado, do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.001921/2020-71: "Numa estrutura usual de um fundo de investimento, quem toma as decisões são seus prestadores de serviço essenciais [...] Essa é a governança teórica – teórica, porque podemos observar que se manifesta na maioria dos casos. É também a governança juridicamente prevista no direito positivo. Mas isto não quer dizer que seja a única possível, nem no mundo dos fatos, nem de acordo com o direito" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.001921/2020-71. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 8 nov. 2022. Voto-vista do Dir. João Accioly).

646 "[...] a realidade dos fundos exclusivos é diferente da dos demais tipos de fundos justamente porque naqueles

Em trabalho acadêmico sobre o tema, Antonio Tiburcio, Lucas Hermeto e Ricardo Mafra ressaltam a existência do que denominam de mecanismos próprios e impróprios de participação do cotista na gestão do fundo de investimento. *Mecanismos próprios* seriam aqueles amparados na regulamentação da CVM; ao passo que os *mecanismos impróprios* seriam os indesejados, por meio do qual cotistas visam avocar funções que, nos termos da regulamentação, pertenceriam ao gestor.[647]

Dentre os mecanismos próprios, estariam: (a) a supervisão do administrador e do gestor exercida pela assembleia geral de cotistas; e (b) a criação de conselhos consultivos, comitês técnicos ou comitês de investimento no âmbito do fundo, que podem, dentre outras atribuições, realizar recomendações de investimento ou desinvestimento ao gestor.[648] Quanto aos mecanismos impróprios, os autores ressaltam: (a) o funcionamento anômalo da assembleia geral de cotistas ou dos conselhos e comitês do fundo, o que ocorre quando sua competência é tão abrangente a ponto de subtrair a discricionariedade do gestor; (b) a existência de política de investimento demasiadamente restritiva; e (c) a subordinação informal do gestor aos interesses e decisões dos cotistas.[649]

Concluem os autores que a utilização dos mecanismos impróprios seria irregular e contrária aos objetivos da regulamentação editada pela CVM, que pressuporia certo grau de discricionariedade do gestor nas atividades de investimento e desinvestimento realizadas em favor do fundo.[650]

Tratando do mesmo tema, Luciana Dias, e Rafael Andrade alertam que é falsa a premissa de que o papel dos cotistas seria necessariamente passivo. Para tais autores, o arcabouço regulatório da CVM "jamais proibiu que os cotistas influenciassem na gestão da carteira dos fundos". Contudo, também ressaltam que tal intervenção deve ser promovida por meio de

---

há sempre maior participação e acompanhamento do cotista único, afinal, todos os investimentos são feitos com seus recursos" (VIEIRA, Juliana Botini Hargreaves; TINOCO, Camila. A delimitação das atribuições dos administradores fiduciários e dos gestores de recursos à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 189).

647 TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; MAFRA, Ricardo. A responsabilidade de gestores em fundos de investimento de gestão não discricionária. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 267-299.

648 Ibidem, p. 280-285.

649 Ibidem, p. 285-289.

650 "Admite-se que os cotistas participem da gestão, o que deve ser feito, porém, por meio das estruturas de governança admitidas pela regulação (como a assembleia de cotistas e o comitê de investimento), cujo regular funcionamento, acrescente-se, pressupõe o respeito à efetiva participação do gestor naquele processo [...] pode-se afirmar com alguma segurança, porém, que a absoluta ausência de participação efetiva do gestor não é considerada regular. Por isso mesmo, o gestor que se permite o exercício de papel figurativo está sujeito a responsabilização, por violação ao dever de diligência" (Ibidem, p. 286-291).

estruturas de governança formais, tais como comitês de investimento ou órgãos assemelhados.[651]

Sejam regulares ou irregulares, fato é que existem no mercado fundos de investimento constituídos para finalidades específicas, cujas cotas são direcionadas a um único investidor ou a um grupo de investidores – normalmente qualificados ou profissionais – que influencia nas decisões de investimento ou desinvestimento do fundo, muitas vezes reduzindo substancialmente a discricionariedade do gestor.

Corroborando essa constatação, a Resolução CVM nº 175/2022, ao tratar das presunções aplicáveis a determinados agentes que podem vir a negociar cotas munidos de informação privilegiada, presume que "os cotistas que participem das decisões relacionadas à gestão da carteira de ativos têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada a respeito da classe da qual são cotistas" (art. 45, parágrafo primeiro). A regulamentação da CVM reconhece, assim, a existência de cotistas que influenciam na gestão do fundo de investimento.

Nessas situações, pergunta-se: como fica a questão da responsabilidade civil do gestor por danos causados pelo cumprimento de decisões de investimento tomadas pelos cotistas?

Antes de responder a esse questionamento, é necessário verificar como a matéria é enfrentada na seara administrativa.

3.3.7.1 Precedentes da CVM: o gestor segue responsável, ainda que tenha sido orientado pelos cotistas

O principal precedente administrativo da CVM sobre o tema consiste no Processo Administrativo Sancionador nº 15/2008, de relatoria de Luciana Dias e apreciado pelo Colegiado em 28 de fevereiro de 2012.[652] O caso dizia respeito a fundos cuja cotista única – uma investidora "superqualificada" – era comprovadamente responsável direta pelas decisões de investimento.[653]

No caso, o Colegiado cogitou, em um primeiro, que quando os recursos fossem geridos diretamente pelo seu "dono", seriam desnecessárias as estruturas de governança previstas na

---

[651] DIAS, Luciana; ANDRADE, Rafael. Fundos de Investimento em Participações: o regime jurídico dos fundos exclusivos e reservados na regulamentação da CVM. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 463-466.

[652] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 15/2008. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 28 fev. 2012.

[653] A cotista em questão era a Petrobras, referida no acórdão do Colegiado como "investidor superqualificado, perfeitamente apto a gerir os próprios recursos".

regulamentação para mitigar efeitos indesejados da separação entre propriedade e gestão, pois "o proprietário sempre agiria no seu melhor interesse". Contudo, afirmou que tais estruturas de governança regulatória teriam outros objetivos para além do alinhamento dos interesses de cotistas e gestores, raciocinando da seguinte forma:

> 21. As estruturas de governança exigidas pela regulamentação têm outras funções além de alinhar interesses dos cotistas e gestores. Essas estruturas cuidam para que as decisões sejam tomadas por meio de procedimentos adequados e verificáveis e por pessoas que, na eventualidade de qualquer irregularidade, poderão ser identificadas e responsabilizadas.
> 22. Em outras palavras, essas regras de governança viabilizam o exercício do poder de fiscalização e da responsabilização dos agentes que efetivamente tomam as decisões em nome de uma instituição ou, roubando o termo em inglês, se prestam a estabelecer uma estrutura adequada de *accountability*.
> 23. Essa função de viabilizar a imputabilidade dos responsáveis pelas decisões de uma organização desempenhada pelas estruturas de governança não interessa somente aos detentores do capital administrado. Há imensa literatura acadêmica identificando e tentando, de algum modo, contribuir para harmonização dos diversos grupos de interesses em uma determinada organização empresarial. Esses grupos de interesse são comumente designados por esta literatura como stakeholders. Exemplos comuns de stakeholders são os empregados e os credores de uma organização empresarial. [...]
> 28. Assim como acontece com as organizações empresariais, as regras sobre governança em um fundo de investimento não servem exclusivamente para proteger os cotistas. Portanto, não basta que os proprietários dos recursos investidos estejam satisfeitos com uma acomodação diferente do que a lei ou a regulamentação exige para que tal estrutura seja adequada e esteja autorizada. [...]
> 37. Pelas razões expostas, eu acredito que a melhor interpretação das normas vigentes é que a ingerência direta dos cotistas nas decisões de investimento de um fundo, seja ele exclusivo ou não, deve acontecer por meio de estruturas de governança formalizadas, como comitês de investimento, ou órgãos assemelhados, para que se preserve a imputabilidade dos responsáveis pelas decisões e se possa averiguar a diligência que as cercou.

Ou seja, no entendimento do Colegiado da CVM, o cotista apenas deve influenciar na gestão da carteira do fundo de investimento por meio dos mecanismos próprios anteriormente citados. Outras formas de redução ou eliminação da discricionariedade do gestor seriam irregulares, mesmo em se tratando de classe de cotas ou fundo de investimento exclusivo e/ou restrito.

A consequência dessa submissão do gestor às vontades do cotista está prevista na regulamentação. O art. 96 da Resolução CVM nº 175/2022 – que permite a criação de conselhos e comitês em fundos de investimento – contempla norma segundo a qual tal criação deve se dar "sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços" e que "a existência de conselhos e comitês não exime o gestor da responsabilidade sobre as operações da carteira de ativos". Disposições idênticas constavam do art. 84 da Instrução CVM nº 555/2014.

Se, mesmo implementando as estruturas de governança admitidas pela regulamentação, o gestor não se exime da responsabilidade sobre as operações da carteira do fundo; a mesma consequência se aplica ao gestor que, por mecanismos impróprios, segue determinações dos

cotistas. No entendimento da CVM, tal agente estará assumindo o risco de descumprir seus deveres fiduciários relacionados à correta gestão da carteira do fundo de investimento e, portanto, poderá ser sancionado administrativamente.

Em outras oportunidades, o Colegiado da CVM confirmou ser esse o seu posicionamento, ainda que as circunstâncias envolvessem classes ou fundos exclusivos, investidores qualificados ou profissionais ou a efetiva comprovação de que a decisão partiu dos cotistas.[654] Ilustrativamente, são categóricas as palavras de Gustavo Borba em processo administrativo sancionador de sua relatoria:

> 64. Aliás, o cumprimento acrítico e sem análise técnica das orientações de investimento do "cotista único" jamais poderia ter o condão de eximir a responsabilidade do gestor, uma vez que essa postura submissa demonstraria que o profissional se afastou de suas obrigações profissionais mais comezinhas, corroborando o quadro de inequívoca violação ao dever de diligência.
> 65. Os gestores de carteira são profissionais que foram especificamente contratados para exercer a gestão diligente de fundos de investimento, e que, por conta disso, recebem contrapartida econômica. Assim, eles possuem exclusiva responsabilidade pela gestão da carteira dos fundos, como, aliás, encontrava-se previsto nos contratos de gestão referentes aos fundos de investimento em análise.
> 66. Desta forma, o gestor mantém hígidas suas obrigações fiduciárias seja qual for o tipo de fundo de investimento para o qual preste serviço, ainda que seja um fundo exclusivo. Isso porque, dentre as proteções instituídas pela regulamentação aplicável da CVM, encontra-se o imprescindível dever de atuação diligente e leal de todos os profissionais que prestam serviços aos fundos de investimento, ainda que sejam fundos exclusivos, na medida em que esses deveres se impõem diante da relação fiduciária inerente à função de gerir recursos de terceiros.
> 67. De fato, nada impede que o cotista único faça sugestões de investimento, mas essa opinião não exime o gestor de sua obrigação de atuar em prol dos interesses fundos, de forma técnica e informada, recusando-se, por conseguinte, a executar operações que sejam visivelmente prejudiciais ao fundo de investimento.[655]

Esse posicionamento da CVM é, ainda, corroborado por parte da doutrina, valendo citar

---

654 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2005/8542. Relator: Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 29 ago. 2006; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087. Relator: Dir. Pablo Renteria. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 24 jul. 2018; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 06/2012. Relator: Dir. Gustavo Tavares Borba. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 20 ago. 2018; BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 02/2013. Relator: Dir. Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 22 jan. 2019; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2010. Relator: Dir. Carlos Rebello. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 15 out. 2019.

655 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 07/2012. Relator: Dir. Gustavo Tavares Borba. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 7 mar. 2017.

Antonio Tiburcio, Lucas Hermeto, Ricardo Mafra,[656] Luciana Dias, Rafael Andrade[657] e Eduardo Cherez Pavia.[658]

Se, para fins de aplicação de sanções administrativas por violação do dever de diligência, a CVM é indiferente ao fato de o gestor estar simplesmente cumprindo as determinações dos cotistas ao gerir a carteira do fundo; no campo da responsabilidade civil, essa conclusão pode ser distinta.

3.3.7.2 Para fins de responsabilidade civil: possibilidade de fato exclusivo ou concorrente da vítima

Nos casos em que os cotistas pleiteiam indenização em face do gestor em contexto no qual este agiu cumprindo determinações do primeiro, a participação de tais cotistas no dano por eles mesmos – direta ou indiretamente – gerado deve necessariamente ser levada em consideração no estabelecimento do nexo de causalidade entre a conduta do gestor e o evento danoso.[659]

O art. 945 do Código Civil dispõe sobre a possibilidade de a vítima concorrer culposamente para o evento danoso, estabelecendo que, nessas circunstâncias, "sua indenização será fixada tendo-se em conta a gravidade de sua culpa em confronto com a do autor do dano". Trata-se da positivação de hipótese de excludente de responsabilidade civil por interrupção do

---

656 "Em outras palavras, a participação de cotistas no processo decisório relativo aos atos de gestão não isenta de responsabilidade o gestor, de quem se espera uma atuação que proteja interesses de todos os cotistas (incluindo aqueles que eventualmente participem da gestão, mas também daqueles que dela não participem) e, ainda, de outros *stakeholders*" (TIBURCIO; HERMETO; MAFRA, op. cit., p. 295).

657 "Os precedentes da CVM têm se consolidado no sentido de que, apesar de ser possível e legítima a interferência do cotista nas decisões de investimento dos fundos, a responsabilidade final por tais decisões é sempre do gestor contratado para o fundo. Para a autarquia, cabe aos gestores, com base em critérios técnicos, filtrar as orientações apresentadas pelos proprietários dos recursos, devendo, no interesse do fundo, deixar de seguir recomendações recebidas que sejam visivelmente prejudiciais àquele veículo [...] Assim, em resumo, a CVM entende que a interferência do detentor dos recursos na gestão de veículos organizados na forma de fundos exclusivos, mesmo havendo formalização dessa interferência, não desobriga o gestor de observar os seus deveres previstos na regulamentação, porque é o gestor – e não o cotista – o responsável final pelas decisões relativas à carteira do fundo" (DIAS; ANDRADE, op. cit., p. 466).

658 "Conclui-se que os cotistas podem até criar conselhos ou comitês em fundos de investimento, mas as decisões ou deliberações de tais organismos não podem vincular o gestor, o qual nunca poderá alegar, na eventualidade de apuração de sua responsabilidade no caso concreto, que tomou a decisão em obediência à deliberação do conselho ou do comitê para se eximir da referida responsabilidade" (PAVIA, op. cit., p. 124).

659 "Embora a realidade do contexto em que os fundos surgem possa parecer indiferente ao regulador, isso não significa que a participação dos cotistas e/ou dos gestores sejam irrelevantes para discussões no âmbito cível. Por isso, eventual participação de outros agentes na estruturação do fundo e na redação do regulamento deve ser devidamente documentada para fins de eventual divisão de responsabilidade, ainda que na seara cível" (VIEIRA, Juliana Botini Hargreaves; TINOCO, Camila. A delimitação das atribuições dos administradores fiduciários e dos gestores de recursos à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V, p. 174).

nexo causal, conhecida como "fato da vítima".[660]

Segundo as lições de Caio Mário da Silva Pereira, "se a vítima contribui com ato seu na construção dos elementos do dano, o direito não se pode conservar estranho a essa circunstância".[661] Disso decorre a possibilidade de que o fato da vítima seja a causa exclusiva do dano por ela sofrido; ou que tenha concorrido para que o dano se concretizasse como ocorreu.

No primeiro caso (*fato exclusivo da vítima*), fica afastada a responsabilidade civil daquele junto ao qual a vítima em questão busca obter ressarcimento, por rompimento do nexo de causalidade.[662] A conduta da vítima interfere na cadeia causal original, "retirando da conduta inicial [do alegado causador do dano] a adequação para a produção do resultado-dano".[663]

Já nas hipóteses de *fato concorrente da vítima*, entende-se que a responsabilidade civil do agente deva ser atenuada. Embora a vítima não seja a única responsável pelos danos que sofreu, constata-se que sua conduta a ele deu causa, ainda que apenas em parte, devendo haver uma repartição dos prejuízos, proporcional à contribuição de cada um dos envolvidos.[664-665]

Com efeito, é inegável que os cotistas que participam da gestão da carteira do fundo de investimento, ou, ainda, que efetivamente tomam uma determinada decisão de investimento, orientando o gestor a cumprí-la, poderão ter contribuído com eventuais prejuízos resultantes do insucesso da estratégia, no todo ou em parte.

Vale lembrar que os cotistas possuem prerrogativas relacionadas à fixação e alteração da política de investimentos do fundo, modificação da remuneração dos prestadores de serviços e, ainda, de destituição/substituição do gestor do fundo. E, na prática, também conforme analisado, fundos de investimento são muitas vezes constituídos para atendimento a uma necessidade específica dos cotistas.

Por isso, é plenamente factível que gestores se vejam incentivados ou, até mesmo, compelidos ao cumprimento de decisões de investimento tomadas pelos cotistas, sob pena de serem substituídos em suas funções. Nesse cenário, caso as decisões tomadas pelos cotistas sejam

---

660 MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção de causalidade*. Rio de Janeiro: GZ, 2010. p. 120-128.

661 PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 388.

662 DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 10. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995. v. II, p. 693.

663 MULHOLLAND, op. cit., p. 125.

664 DIAS, op. cit., p. 694.

665 Caio Mário da Silva Pereira ressalta as dificuldades práticas na aferição da proporcionalidade do dano. Para o autor: "A solução ideal, portanto, é especificar matematicamente a contribuição da culpa da vítima para o efeito danoso. Se for possível determinar, na estimativa da situação fática, qual o grau de participação da vítima no resultado danoso, cabe ao juiz estabelecer a proporcionalidade na reparação. Não sendo possível, como na maioria dos casos não o é, calcula-se essa contribuição, e uma vez determinado que para o dano concorreu o fato da vítima; sem quantificar a causa, somente resta a partilha por igual, reduzindo a indenização à metade" (PEREIRA, op. cit., p. 390).

implementadas pelo gestor e, posteriormente, constate-se que tais decisões foram malsucedidas, gerando prejuízos ao patrimônio do fundo de investimento, será caso de se apurar a ocorrência de fato da vítima para atenuar ou eliminar a responsabilidade civil do gestor por tais danos.

Não se pode ignorar que o gestor possui deveres fiduciários para com a coletividade de cotistas, sendo o principal responsável pela gestão dos recursos que compõem o patrimônio do fundo e devendo atuar com diligência e lealdade no desempenho de suas atribuições. Não se deve perder de vista, ainda, que o gestor exerce atividade profissional, que requer determinados requisitos de qualificação.

Por isso, em linha com os mencionados precedentes do Colegiado da CVM, não parece adequado que gestores funcionem como executores das vontades dos cotistas, atuando de forma irrefletida e ignorando por completo os deveres fiduciários a eles impostos na forma da legislação. Não obstante, o cumprimento de tais deveres fiduciários deve ser compatibilizado com a situação – como dito, existente na prática – dos cotistas que conscientemente influenciem na gestão da carteira do fundo de investimento, de forma a não se criar situações idealísticas, mas descoladas da realidade.

Assim, quando os cotistas participam da gestão do fundo, influenciando ou tomando decisões de investimento ou desinvestimento, deve o gestor adotar as medidas e cautelas adequadas para, em cumprimento aos seus deveres fiduciários, se certificar de que tais cotistas estão devidamente informados (observado o grau de sofisticação dos cotistas em questão) e têm ciência dos riscos relacionados às decisões de investimento em questão.

Alguns elementos podem evidenciar que tais cauteladas foram adotadas pelo gestor, como a utilização de mecanismos próprios de participação dos cotista (comitês ou assembleia); a formalização – de forma verificável – do processo decisório; a existência de política de investimento restritiva (como a que contemple possibilidade de a classe ou fundo investir em uma única sociedade ou grupo societário); o fato de os cotistas serem investidores qualificados ou profissionais ou de se tratar de fundo exclusivo; a inserção do fundo em determinada estrutura ou grupo societário ou de fundos; e a observância de procedimentos previstos em acordos de cotistas ou documentos semelhantes (que estabeleçam estrutura de governança para o fundo de investimento).

Observados os deveres fiduciários dos prestadores essenciais e sendo cumpridas as decisões dos cotistas impostas ao gestor, é possível que se esteja diante de fato exclusivo da vítima, apto a excluir o nexo de causalidade entre o gestor e o dano verificado, uma vez este ter atuado dando cumprimento às decisões refletidas e esclarecidas dos cotistas.

Por outro lado, em sendo tomadas decisões, pelos cotistas, que não eliminem a

discricionariedade do gestor na situação específica, pode ser caso de fato concorrente da vítima, nos quais os prejuízos serão repartidos entre aqueles que deram causa ao dano. São casos em que não há propriamente uma imposição por parte dos cotistas ao gestor, mas uma participação ativa dos cotistas a ponto de influenciar – ainda que não eliminar – a discricionariedade da gestão da carteira.

Tudo isso, reitere-se, deve ser avaliado à luz das especificidades do caso concreto e das provas produzidas.

Cabe registrar que o racional acima exposto sobre fato da vítima se aplicaria ainda que se entendesse que o cotista e o administrador ou gestor de fundo de investimento se insere no regime consumerista (o que, pelas razões já detalhadas, não é a opinião deste autor). Isso porque, alinhado com o Código Civil nesse aspecto, o art. 14, §3º, do CDC também afasta a responsabilidade do fornecedor quando este provar "culpa exclusiva do consumidor ou de terceiro".

3.3.7.3 Proibição do comportamento contraditório (*venire contra factum proprium*)

Sob outra perspectiva, Mario Tavernard Martins de Carvalho ressalta não ser adequado que o administrador (embora fazendo referência à atividade de gestão da carteira, originalmente atribuída ao administrador) responda "por insucessos inerentes à própria política de investimentos e de riscos escolhida pelo próprio cotista", caso tenha cumprido com os seus deveres. Para o autor, ao agir dessa forma, os cotistas estariam incidindo em "hipótese de alegação da própria torpeza e *venire contra factum proprium*".[666]

Segundo a doutrina civilista, a proibição do *venire contra factum proprium* (ou comportamento contraditório) consiste em expressão concretizante do princípio da boa-fé objetiva e da tutela da confiança,[667] existindo no ordenamento jurídico brasileiro como decorrência de tal princípio, que foi positivado no art. 422 do Código Civil.[668-669] O instituto do *nemo potest venire contra factum proprium* é muito bem explicado nas valiosas lições de Judith Martins-Costa:

> É a deslealdade, além da contraditoriedade com a própria conduta, que está no núcleo

---

666 CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 135.

667 LÔBO, Paulo. *Direito Civil:* contratos. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 72.

668 Código Civil: "Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé".

669 TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; BODIN DE MORAES, Maria Celina. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. II, p. 20.

> da figura conhecida como *venire contra factum proprium non valet* (ou, simplesmente, *nemo potest venire contra factum proprium*). Para a caracterização da ilicitude apanhada pela vedação ao *venire contra factum proprium*, o fato da contradição é necessário, mas não suficiente. É preciso que a «segunda conduta» frustre legítimo *investimento de confiança*, feito pela parte que alega a contradição, em razão da «primeira conduta» (o *factum proprium*) pois a coibição implicada na parêmia *venire contra factum proprium non potest* tem como bem jurídico proteger o *alter*, «evitando a quebra de sua confiança legítima». É necessário, bem assim, que o «voltar atrás» seja justificado.
> [...]
> A doutrina define o *venire contra factum proprium* como a tradução do «exercício de uma posição jurídica em contraposição com o comportamento exercido anteriormente pelo exercente». Tradicionalmente, os sistemas jurídicos advindos da tradição do *ius commune* têm como inadmissível que um agente assuma uma atitude em oposição a uma conduta anterior, ou fundamente a sua posição em um litígio invocando fatos que contrariem as suas próprias afirmações anteriores. Tecnicamente, configura um limite ao exercício de um direito subjetivo, ou potestativo, ou de uma faculdade. Para a sua configuração exige-se «dois comportamentos da mesma pessoa, lícitos em si e diferidos no tempo. O primeiro – repita-se, o *factum proprium* – é, porém, contrariado pelo segundo».[670]

Os pressupostos de aplicação da proibição ao comportamento contraditório consistem, resumidamente, na (a) prática de uma primeira conduta ou comportamento (o *factum proprium*), que (b) desperte em outrem uma legítima confiança – apurada objetivamente[671] – na conservação de tal conduta ou comportamento, seguido de uma (c) segunda conduta, contrária ou contraditória em relação à primeira.[672]

A partir do momento em que os cotistas determinam – de forma informada e refletida – que o gestor observe determinada decisão ou estratégia de investimento ou desinvestimento (sem abrir mão dos deveres fiduciários do gestor, conforme anteriormente explicado), pode-se provocar no gestor a legítima confiança de que não haverá contradição quanto a tal determinação.

Determinados elementos podem ser aptos a justificar a criação da expectativa legítima no gestor, tais como a qualificação ou profissionalismo dos cotistas; o fato de se tratar de classe de cota ou de fundo exclusivo e/ou restrito; a possibilidade regulatória que a coletividade de cotistas têm de promover alterações na política de investimentos e até mesmo de destituir o

---

[670] MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado:* critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 616-627.

[671] "A confiança que se perquire aí não é um estado psicológico, subjetivo, daquele sobre quem repercute o comportamento inicial. Trata-se, antes, de uma adesão ao sentido objetivamente extraído do *factum proprium*. Somente na análise de cada caso concreto será possível verificar a ocorrência ou não desta adesão ao comportamento inicial, mas servem de indícios gerais não cumulativos (i) a efetivação de gastos e despesas motivadas pelo *factum proprium*, (ii) a divulgação pública das expectativas depositadas, (iii) a adoção de medidas ou a abstenção de atos com base no comportamento inicial, (iv) o grau elevado de sua repercussão exterior, (v) a ausência de qualquer sugestão de uma futura mudança de comportamento, e assim por diante" (SCHREIBER, Anderson. *A proibição de comportamento contraditório:* tutela de confiança e *venire contra factum proprium*. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2016. p. 92).

[672] Ibidem, p. 88-99.

gestor do fundo; a presença de mecanismos de influência dos cotistas na discricionariedade do gestor; e a formalização das decisões tomadas pelos cotistas a partir de tais mecanismos, com evidências de que foram decisões esclarecidas e consciente dos riscos envolvidos.

Nesse cenário, seria evidentemente contraditória a postura dos cotistas que, após determinar que o gestor atue de tal ou qual forma na gestão da carteira de classe ou fundo de investimento; posteriormente resolvam pleitear, perante o mesmo gestor, indenização pelo eventual insucesso do cumprimento de sua determinação. Essa hipótese incidiria na norma de vedação ao *venire contra factum proprium*.

Portanto, seja com amparo no rompimento ou atenuação da causalidade ocasionado pelo fato da vítima, seja em decorrência do *nemo potest venire contra factum proprium*, certo é que, quando se está a aferir a responsabilidade civil, não podem os cotistas que interferiram na discricionariedade do gestor quererem responsabilizá-lo no caso de insucesso de decisões ou estratégias por eles formuladas ou das quais participaram.

3.3.8 A responsabilidade do administrador e do gestor por informações transmitidas ao potencial investidor

Na subseção 1.10 da Seção 1 deste trabalho, foram esclarecidas as diferenças entre as atividades desempenhadas pelos distribuidores de cotas de fundos de investimento e seus administradores e gestores. Registrou-se que a atuação dos distribuidores é "anterior" à dos demais prestadores de serviço, uma vez que os primeiros atuam na captação de potenciais investidores para o fundo de investimento. Caso a captação seja bem sucedida, o investidor adere ao regulamento do fundo, passa a ser cotista deste e a ter relações contratuais diretamente com o administrador e o gestor.

Segundo o art. 21, parágrafo segundo, inciso I, da Resolução CVM nº 175/2022, deve o gestor fornecer aos distribuidores todo o material de divulgação da classe de cotas ou do fundo de investimento exigido pela regulamentação em vigor, respondendo o primeiro pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade das informações contidas no referido material. Desse modo, no que diz respeito ao papel dos distribuidores, é relevante o tema da responsabilidade pelas informações e documentos por eles recebidos e transmitidos aos potenciais investidores.

Tal relevância se justifica na constatação de que alguns casos analisados pelo Superior Tribunal de Justiça (STJ) dizem respeito não à administração de recursos dos investidores propriamente dita; mas a uma suposta falha no dever de informar aos investidores sobre os riscos

envolvidos no investimento ou, ainda, sugestão de produtos incompatíveis com o perfil de risco do investidor.[673]

Ficou evidenciado que o STJ confunde, em muitos casos, as atividades desempenhadas pelo administrador ou gestor de carteira com aquelas próprias da atuação dos distribuidores de cotas de fundo. Embora possam ser exercidas pelo mesmo agente ou por pessoas jurídicas distintas, mas integrantes do mesmo conglomerado financeiro, tais atividades não podem ser confundidas, sob pena de serem atribuídas, a determinado agente, responsabilidades por atos que sequer cabia a ele praticar.

Nesse cenário, tem-se que a despeito de existir uma figura a intermediar a captação de recursos (o distribuidor), as obrigações de elaborar informações fidedignas e que não induzam o potencial investidor em erro cabem ao administrador ou ao gestor do fundo. Por essa razão, considerando o campo de atuação de cada prestador de serviço, as responsabilidades pelas informações e documentos relativos aos fundos de investimento devem ser atribuídas da seguinte forma:

a) o administrador ou o gestor, conforme o caso, responderá pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade das informações transmitidas ao potencial investidor pelo distribuidor no momento de captação de seus recursos, tendo em vista que tais informações são elaboradas pelo administrador ou pelo gestor, funcionando o distribuidor como intermediário para transmití-las aos interessados; e
b) por sua vez, o distribuidor possui as obrigações de verificar a adequação dos produtos ao perfil do investidor (*suitability*) e de efetivamente transmitir ao potencial cotista as informações e documentos recebidos do gestor do fundo (embora não responda pelo seu conteúdo). Logo, caso falhe em seu dever de verificar se determinada classe de cotas ou fundo de investimento é adequado ao perfil do investidor destinatário de sua atuação; ou deixe de efetivamente transmitir aos investidores as informações e documentos sobre a classe ou fundo que lhe tiverem sido transmitidas pelo administrador ou gestor, será caso de responsabilidade do distribuidor.

Por fim, é certo que o administrador ou gestor que também realize a distribuição de

---

673 São exemplos de precedentes no qual essa confusão ocorreu: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental nos Embargos de Declaração no Agravo de Instrumento nº 524.103/MG. Relator: Min. Vasco Della Giustina (Desembargador Convocado). Brasília. Data de julgamento: 16 mar. 2010. DJe. de: 9 abr. 2010; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.003.893/RJ. Relator: Min. Massami Uyeda. Brasília. Data de julgamento: 10 ago. 2010. DJe. de: 8 set. 2010; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.326.592/GO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 7 maio 2019. DJe. de: 6 ago. 2019.

cotas de seus próprios fundos estará assumindo as obrigações próprias do distribuidor acima mencionadas, podendo ser responsabilizado por seu descumprimento.

Contudo, mesmo quando ambas as atribuições forem exercidas pelo mesmo agente, é essencial que se tenha bem delimitado, em cada caso, quais obrigações se alega que o agente teria descumprido: se aquelas próprias de sua atuação como administrador ou gestor; ou se as relativas à distribuição de cotas. Apenas assim será possível construir uma jurisprudência que, consciente dos diferentes papéis exercidos no mercado, gere a segurança jurídica necessária àqueles que nele atuam.

3.4 **Solidariedade entre prestadores de serviços em fundos de investimento**

3.4.1 Obrigações solidárias e solidariedade na responsabilidade civil

Nos termos do art. 264 do Código Civil, há solidariedade, quando na mesma obrigação concorre mais de um credor, ou mais de um devedor, cada um com direito, ou obrigado, à dívida toda. Dito de outro modo, obrigações solidárias são aquelas nas quais há pluralidade de credores, sendo que cada um tem direito à totalidade da prestação do(s) devedor(es); e/ou de devedores, estando cada um obrigado ao cumprimento da totalidade da prestação perante o(s) credor(es).[674]

A solidariedade possui, como características, a pluralidade de sujeitos; a multiplicidade de vínculos, que unem cada credor a cada devedor; a unidade da prestação ("visto que cada devedor responde pelo débito todo e cada credor pode exigi-lo por inteiro"); e, finalmente, a corresponsabilidade dos interessados, uma vez que o cumprimento integral da obrigação por um devedor desobriga os demais, ao passo que o recebimento integral da prestação por um dos credores faz com que os outros não possam mais exigí-la.[675]

Um dos principais aspectos da solidariedade está expresso no art. 265 do Código Civil, segundo o qual a solidariedade não se presume, resultando da lei ou da vontade das partes.

---

[674] "Obrigações solidárias são aquelas com pluralidade de credores ou devedores, cada um com um direito ou obrigado ao total, como se houvesse um só credor ou devedor" (WALD, Arnoldo. *Obrigações e contratos*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000. p. 68); "A solidariedade apenas surge quando, existindo pluralidade de credores, ou de devedores, pode qualquer um daqueles exigir a prestação total, como se fora único credor, ou pode qualquer destes ser compelido a solver a dívida toda, como se fora o único devedor" (MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil:* direito das obrigações. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 151).

[675] GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro:* teoria geral das obrigações. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 132.

Entende-se, nesse sentido, que a solidariedade é uma exceção à regra geral do direito das obrigações segundo a qual, em havendo multiplicidade de credores ou de devedores, os primeiros devem ter direito apenas à sua parcela do crédito; enquanto os segundos devem cumprir apenas a parcela que lhes cabe da obrigação. Por se tratar de uma exceção, a solidariedade deve ser expressamente declarada (seja por opção legislativa; seja por convenção).[676] Por isso, se a lei nada dispuser e as partes não tiverem convencionado a solidariedade, esta inexistirá.[677]

Quando há pluralidade de credores em solidariedade, esta será *ativa*. Por outro lado, em havendo pluralidade de devedores, todos obrigados a cumprir a prestação por inteiro, a solidariedade é *passiva*. Havendo tanto credores, quanto devedores solidários, diz-se que ela é *mista*.[678]

Como o presente trabalho diz respeito à responsabilidade civil, ganha relevância a solidariedade passiva. Segundo Caio Mário da Silva Pereira, a solidariedade passiva se verifica quando "cada um dos devedores está obrigado à prestação na sua integralidade, *totum et totaliter*, como se em verdade houvesse contraído, sozinho, a obrigação inteira".[679] Ou seja, qualquer devedor poderá ser compelido, pelo credor, a cumprir integralmente a prestação devida,[680] não sendo possível arguir o benefício da divisão.[681]

A utilidade prática da solidariedade passiva consiste em conferir garantia, ao credor, de recebimento da prestação que lhe é devida. Nesses casos, assegura-se o cumprimento da obrigação ao permitir que o credor direcione sua cobrança integral contra qualquer um dos devedores solidários.

Assim, o risco do credor não ficará concentrado em apenas uma pessoa, bem como ele poderá elaborar sua estratégia de cobrança com base na maior ou menor capacidade financeira ou solvência de cada devedor.[682] A solidariedade passiva permite ao credor, ainda, acionar um, alguns ou todos os devedores. Mesmo depois de demandar um devedor, o credor poderá seguir adotando medidas contra os outros no objetivo de receber sua prestação, "não sendo incivil que inicie ações experimentalmente, até encontrar um que ofereça melhores condições de

---

676 RODRIGUES, Sílvio. *Direito civil:* parte geral das obrigações. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 66.
677 MONTEIRO, op. cit., p. 164.
678 WALD, op. cit., p. 68.
679 PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. 29. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. v. II (Teoria Geral das Obrigações), p. 104.
680 GONÇALVES, op. cit., p. 154-155.
681 "Se um dos devedores for acionado isoladamente, não pode invocar o *benefício da divisão*, isto é, o direito do réu de fazer citar o outro, ou os outros co-devedores, para juntos se defenderem a juntos serem absolvidos ou condenados. O *beneficium divisionis*, introduzido por Adriano e destinado a dividir a ação entre os vários fiadores, não se aplica às obrigações solidárias, pois, nestas, cada devedor, individualmente, responde por si e pelos outros, por toda a dívida" (MONTEIRO, op. cit., p. 185-186).
682 GONÇALVES, op. cit., p. 139-140.

solvência".[683]

O exposto acima diz respeito às relações externas decorrentes da solidariedade passiva, isto é, às relações entre credor(es) e devedores. Existem, ainda, as relações internas à solidariedade, entre os coobrigados.[684]

No âmbito das relações internas, tem-se que o devedor que efetuar o pagamento integral do crédito ou assegurar o cumprimento total da prestação sub-roga-se no direito de cobrar os demais coobrigados. Contudo, a solidariedade, em si, não se transmite ao sub-rogado. O devedor sub-rogado no direito do credor poderá cobrar de cada coobrigado apenas a fração da prestação que toca a cada um.[685] Tal previsão consta do art. 283 do Código Civil, segundo o qual "o devedor que satisfez a dívida por inteiro tem direito a exigir de cada um dos co-devedores a sua quota, dividindo-se igualmente por todos a do insolvente, se o houver, presumindo-se iguais, no débito, as partes de todos os co-devedores".

A principal regra de solidariedade aplicada à responsabilidade civil está prevista no art. 942 do Código Civil, ao estabelecer que, em tendo a ofensa mais de um autor, todos responderão solidariamente pela reparação. Segundo esse dispositivo legal, cada agente que concorrer para o evento danoso é considerado pessoalmente causador do dano e, por consequência, está obrigado a indenizar.[686]

Poderia ter optado o legislador por atribuir à vítima a obrigação de verificar a extensão

---

683 PEREIRA, op. cit., p. 106.

684 "Nos casos de solidariedade, existe uma *relação jurídica externa* entre o grupo de devedor e o grupo credor e uma relação jurídica interna entre os diversos membros do mesmo grupo (co-credores ou coobrigados). Na relação externa, qualquer credor pode exigir o pagamento total de qualquer devedor. Na relação interna, aquele que pagou o débito tem a faculdade de exigir o reembolso das quotas devidas pelos coobrigados e o credor, que recebeu o pagamento total, tem o dever de pagar, aos seus co-credores, as quotas que lhe cabem" (WALD, op. cit., p. 69-70).

685 "Exprime-se então o princípio cardeal, dizendo-se que, se um dos coobrigados solidários solver o compromisso, espontânea ou compulsoriamente, tem o direito de haver de cada um dos consortes a respectiva quota-parte, e esta se medirá pelo que tiver sido estipulado, e, na falta de acordo, dividindo-se a obrigação em partes iguais. O devedor que solve sub-roga-se no crédito, mas a solidariedade não passa para o sub-rogado, que assim tem o poder de demandar dos demais as partes em que a obrigação se fraciona, restaurando-se o princípio da normalidade (*consursu partes fiunt*), mesmo porque – é a observação de Giorgi – se pudesse haver de qualquer dos coobrigados *totum et totalier*, este teria o mesmo poder, instituindo-se um círculo vicioso indefinido e perpétuo. É de acrescentar-se, ainda, que a faculdade de reembolsar-se tanto existe no pagamento total quanto no parcial, já que a mesma *ratio decidendi* prevalece em um como em outro" (PEREIRA, op. cit., p. 108).

686 "Em face do lesado, quer haja causas cumulativas, quer haja subsequência de causas ou mera coincidência de causas, qualquer dos responsáveis é obrigado a reparar todo o dano, cabendo a este, se for o caso, agir contra os coobrigados para ressarcir-se do que por eles pagou, segundo as regras das relações internas da solidariedade. Com efeito, na sua disciplina jurídica, a solidariedade passiva, de que aqui se trata, tem que ser encarada em suas relações externas e internas, isto é, nas relações dos devedores com o credor e nas relações dos devedores entre si. Enquanto nas relações externas o credor tem o direito de exigir toda a prestação de qualquer dos devedores, nas relações internas a obrigação divide-se entre os vários sujeitos" (CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007. p. 61).

do dano gerada por cada coautor, cobrando de cada um apenas a parcela correspondente ao dano efetivamente causado pelo agente demandado. Contudo, preferiu priorizar o direito da vítima de ser ressarcida, permitindo que esta cobre a indenização integral de qualquer coautor, deixando a repartição do valor para momento posterior, no âmbito da relação interna entre os coautores. Tal decisão parece acertada, na medida em que evita a necessidade de produção de uma prova muitas vezes diabólica pela vítima (separar qual parte do dano cabe a cada ofensor) e as infindáveis discussões que daí decorreriam.

O disposto no art. 942 do Código Civil se aplica aos casos de responsabilidade civil extracontratual.[687] Estando a responsabilidade civil fundamentada em violação de contrato, a indenização poderá ser cobrada daqueles que deram causa ao descumprimento. Nessas situações, havendo mais de um ofensor, a eventual solidariedade deverá estar convencionada no contrato ou decorrer de disposições de lei aplicáveis à modalidade de contrato em questão, conforme o caso.[688]

3.4.2 Inexistência de solidariedade obrigatória entre o administrador e o gestor por danos ao patrimônio do fundo

Durante décadas, vigorou regra segundo a qual o administrador deveria assumir responsabilidade solidária, perante os cotistas, com os prestadores de serviços que contratasse em nome do fundo.

A Instrução CVM nº 215/1994 (que disciplinava os fundos mútuos de investimento em ações) fixou norma segundo a qual "as instituições contratadas para a execução de serviços responderão solidariamente com o administrador do fundo, pelos prejuízos que causarem aos

---

687 KONDER, Carlos Nelson. Boa-fé, violação positiva do contrato e prescrição: repercussões práticas da contratualização dos deveres anexos no julgamento do REsp 1276311. *Revista Trimestral de Direito Civil*, Rio de Janeiro, v. 50, p. 217-236, abr./jun. 2012. p. 229-230.

688 São exemplos de dispositivos de Lei que estabelecem obrigações contratuais solidárias entre devedores: na compra e venda, o art. 518 do Código Civil ("Responderá por perdas e danos o comprador, se alienar a coisa sem ter dado ao vendedor ciência do preço e das vantagens que por ela lhe oferecem. Responderá solidariamente o adquirente, se tiver procedido de má-fé"); no comodato, o art. 585 do Código Civil ("Se duas ou mais pessoas forem simultaneamente comodatárias de uma coisa, ficarão solidariamente responsáveis para com o comodante'); no mandato, no art. 680 do Código Civil ("Se o mandato for outorgado por duas ou mais pessoas, e para negócio comum, cada uma ficará solidariamente responsável ao mandatário por todos os compromissos e efeitos do mandato, salvo direito regressivo, pelas quantias que pagar, contra os outros mandantes"); na comissão, no art. 698 do Código Civil ("Se do contrato de comissão constar a cláusula *del credere*, responderá o comissário solidariamente com as pessoas com que houver tratado em nome do comitente, caso em que, salvo estipulação em contrário, o comissário tem direito a remuneração mais elevada, para compensar o ônus assumido"); e, no transporte, no art. 733, parágrafo segundo, do Código Civil ("Se houver substituição de algum dos transportadores no decorrer do percurso, a responsabilidade solidária estender-se-á ao substituto").

cotistas" (art. 6º, parágrafo segundo). Tal dispositivo foi reproduzido, com poucos ajustes, na Instrução CVM nº 302/1999 (sobre os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários).[689]

Essa regra de solidariedade, para a doutrina, cumpria uma dupla finalidade. Em primeiro lugar, reduzia os riscos de os investidores eventualmente lesados por prestadores de serviços contratados pelo administrador, em nome do fundo, ficarem sem a devida reparação por danos decorrentes de violação da legislação ou do regulamento. Para Rafael Andrade, a escolha regulatória decorreria do fato de o administrador possuir o "bolso mais fundo" em comparação com os demais prestadores.[690] José Edwaldo Tavares Borba e Gustavo Tavares Borba registram que o modelo escolhido reduziria o custo do investidor no processo de aquisição de cotas, que poderia concentrar sua análise de risco de crédito e fraude exclusivamente no administrador, ciente de que poderia cobrar deste os danos causados inclusive por condutas ilícitas praticadas por outros prestadores.[691]

A segunda finalidade consiste em incentivar o administrador a adotar cautela e diligência na escolha dos prestadores de serviços. Isso porque, em andando o mal o administrador na referida escolha, este poderia ser cobrado diretamente por danos causados pelas condutas ilícitas dos terceiros por ele escolhidos.[692]

---

689 Art. 51, parágrafo primeiro, da Instrução CVM nº 302/1999: "As instituições e pessoas contratadas para a execução de serviços respondem solidariamente com o administrador do fundo, no exercício de suas atribuições, pelos prejuízos que causarem aos cotistas".

690 "A [...] principal finalidade é evitar que, com a terceirização, sejam diminuídas as chances de reparação do investidor por prejuízos que lhes sejam causados por prestadores terceirizados, uma vez que, em geral, estes possuem patrimônio inferior ao do delegante. Nessa perspectiva, uma possível explicação para a existência da solidariedade é o fato de o delegante ter o bolso mais fundo ('*deep pocket*')" (ANDRADE, Rafael. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimento:* origem, fundamentos e perspectivas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 207-208).

691 "Nessa modelagem regulatória, os investidores permanecem, naturalmente, sujeitos aos riscos do investimento (intrínsecos ao mercado de valores mobiliários), mas teriam minimizados os riscos de danos em virtude de irregularidades e fraudes cometidas pelo gestor contratado pelo administrador, de modo que os investidores apenas precisariam avaliar e confiar na higidez do administrador, o qual cumpriria o papel de fiscalizar e se responsabilizar civilmente pelos danos decorrentes de atos irregulares praticados pelos demais prestadores de serviço contratados pelo fundo. Esse modelo regulatório busca gerar eficiência negocial, minimizando o custo total de avaliação no processo de aquisição de cotas em fundos de investimento, uma vez que o investidor não precisaria analisar a credibilidade e o risco de fraude ou outras irregularidades em relação a cada um dos prestadores de serviço do fundo de investimento, mas apenas em relação ao administrador, que, assim, desempenharia a função de *gatekeeper*, fiscalizando e se responsabilizando civilmente por danos decorrentes de atos irregulares que venham a ser causados pelos agentes regulados que vierem a ser por ele escolhidos e contratados para atuar no veículo de investimento" (TAVARES BORBA, José Edwaldo; TAVARES BORBA, Gustavo. Da responsabilidade civil contratual solidária entre administrador e gestor de fundo de investimento. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 28, p. 37-59, jan./jul. 2021. p. 51-52).

692 "[...] estimular o prestador de serviço delegante a ser zeloso na escolha e na supervisão da atuação dos terceiros a quem decide terceirizar parte de suas funções. Para tanto, parte-se da premissa de que, existindo a

Com o advento da Instrução CVM nº 409/2004, a lógica da solidariedade permaneceu, mas com ajustes. Até então, a solidariedade se estendia a todos os terceiros contratados, pelo administrador, em nome do fundo; e a qualquer prejuízo gerado, independentemente de sua causa. Já nos termos da redação final do parágrafo segundo do art. 57 da referida Instrução (datada de 2007), o administrador responderia solidariamente apenas com o gestor, com o responsável pelas atividades de tesouraria, controle e processamento de ativos e com o escriturador. Além disso, para que houvesse solidariedade, a responsabilidade deveria decorrer de prejuízos "causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM".

A limitação da solidariedade a apenas alguns prestadores contratados decorreu do entendimento da CVM de que tal regra somente deveria ser aplicada às funções que, originalmente, caberiam ao administrador.[693] Logo, se o administrador optava por "delega-las" a terceiro, deveria com este permanecer solidariamente responsável.

Também sob outro aspecto, a redação da norma contida na Instrução CVM nº 409/2004 foi aprimorada em relação às anteriores. Isso porque seu art. 57, parágrafo segundo, não mais fixava a solidariedade, mas exigia que o contrato celebrado entre o fundo, representado pelo administrador,[694] e tais prestadores de serviço, contivesse a cláusula de solidariedade entre ambos os agentes.

Tal mudança redacional corrigiu uma evidente extrapolação de competência regulatória por parte da CVM existente nos atos normativos anteriores. Com efeito, a CVM não possui competência para criar hipóteses de responsabilidade civil ou de solidariedade – que, nos termos do art. 265 do Código Civil, resultam da lei (entendida como a lei em sentido estrito) ou da vontade das partes.[695] Esse aspecto foi destacado pelo Colegiado da CVM em julgamento de processo administrativo sancionador, nos seguintes termos do voto do então Presidente Marcelo Fernandez Trindade:

> Em primeiro lugar, a referência feita pela acusação à responsabilidade solidária de que trata o §2º do art. 57 da Instrução 409 não é correta, em processos sancionadores.

---

solidariedade entre eles, o delegante empregará procedimentos com o objetivo de evitar desvios por parte do delegatário, na medida em que tais desvios, se acarretarem prejuízos, poderão ser cobrados do próprio delegante por conta da responsabilidade solidária" (ANDRADE, op. cit. (2021), p. 208).

693 Ibidem, p. 143-144.

694 Além de naturalmente representar o fundo de investimento, que possui capacidade negocial, em tal contratação, a regulamentação exigia que o administrador figurasse no contrato, em nome próprio, como interveniente anuente (art. 57, parágrafo primeiro, da Instrução CVM nº 409/2004).

695 Antes que se diga que as Instruções CVM nº 215/1994 e 302/1999 eram anteriores ao Código Civil de 2002, vale registrar que o Código Civil de 1916 (Lei nº 3.071/1916) continha a mesma redação do atual: "Art. 896. A solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes".

> As normas regulamentares não têm legitimidade constitucional para criar hipóteses de responsabilidade civil – que decorrem sempre da lei –, e muito menos para criar hipóteses de solidariedade em obrigações civis – que segundo o próprio artigo 265 do Código Civil, dependem de lei ou da vontade das partes para surgir.
> O que a norma do § 2º do art. 57 fez foi criar um requisito para o exercício da faculdade de contratação de um gestor, pelo administrador, faculdade regularmente concedida pela Instrução. Tal requisito consiste na contratação com cláusula de solidariedade civil em favor dos cotistas, entre administrador e gestor. Ou seja: o administrador, que é civilmente responsável, pode transferir a outrem parte de suas funções, mas deve conservar sua responsabilidade integral.[696]

O mesmo entendimento é reiterado pela doutrina.[697] Sob essa perspectiva, a CVM passou a prever, no exercício de sua competência normativa sobre a atividade do administrador de carteira de valores mobiliários, a obrigatoriedade regulatória de se pactuar cláusula de solidariedade no instrumento que formalizar a contratação de determinados prestadores de serviço em nome de fundo de investimento.[698]

Qual seria, então, a consequência da celebração de contrato sem a cláusula de solidariedade exigida? Sob o ponto de vista do Direito Civil, inexistiria solidariedade nessas situações, visto que não houve formação de vontade das partes nesse sentido. Já sob o enfoque do Direito Administrativo Sancionador, o administrador do fundo poderia ser responsabilizado administrativamente por descumprimento de obrigação regulatória a ele imposta, sendo-lhe aplicadas sanções.[699]

O mesmo racional da Instrução CVM nº 409/2004 foi mantido, sem alterações, na Instrução CVM nº 555/2014.[700]

---

696 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/9245. Relator: Pres. Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 16 jan. 2007.

697 TAVARES BORBA; TAVARES BORBA, op. cit., p. 51; ANDRADE, op. cit. (2021), p. 143-144.

698 "Sobre a regra de solidariedade, cumpre observar que esta decorre da lei ou da vontade das partes (art. 265 do CC/02). Na hipótese em análise, a solidariedade funda-se na vontade das partes, que a inseriu no contrato de gestão, pois, mesmo que a cláusula de solidariedade seja imposta pela regulação da CVM, a manifestação de vontade não estaria afastada, posto que contratualmente adotada. Todo e qualquer contrato encontra-se sujeito ao complexo normativo típico que lhe seja aplicável. Cabe às partes submeterem-se ao complexo normativo aplicável ou simplesmente deixar de contratar. [...] Quem celebra um contrato típico, ou mesmo um contrato parcialmente regulado, não sofre, em realidade, qualquer invasão em sua esfera subjetiva de direitos. Sofreria se fosse obrigado a contratar. Quem se submete à norma legal não incorre em vício de consentimento, porquanto, ao decidir contratar, consentiu em aceitar o complexo normativo imanente e inerente ao negócio celebrado" (TAVARES BORBA; TAVARES BORBA, op. cit., p. 53-54).

699 "Se um administrador, descumprindo a regulação, deixar de prever a cláusula de solidariedade, estará naturalmente sujeito a punição administrativa pela CVM, mas sob o aspecto cível a solidariedade só existirá quando for efetivamente prevista em contrato celebrado pelo administrador, sem o que não haveria como se presumir tal responsabilidade" (Ibidem, p. 53, nota 26).

700 Instrução CVM nº 555/2014, art. 79, parágrafo segundo: "Os contratos firmados na forma do § 1º, referentes aos serviços prestados nos incisos I, III e V do § 2º do art. 78, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM". Os prestadores de serviço em questão continuaram sendo o gestor, o responsável pelas atividades de tesouraria, de controle e processamento de ativos financeiros e o escriturador.

Com base no exposto acima, constata-se que, dentre os prestadores que a regulamentação da CVM exigia que respondessem solidariamente com o administrador, estava o gestor. Tal exigência decorria da antiga lógica regulatória segundo a qual a gestão da carteira do fundo consistiria, originalmente, em atividade a ser desempenhada pelo administrador. Conforme analisado em detalhes na subseção 1.9.1 da Seção 1, tal lógica – que representava um descolamento entre a regulamentação e as práticas de mercado – foi revisitada. Com isso, foi alterada a regra que exigia o referido pacto de solidariedade entre administrador e gestor.[701]

Nos termos do art. 1.368-D, inciso II, do Código Civil, o regulamento do fundo de investimento pode, observada a regulamentação editada pela CVM, estabelecer a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade.

Sobre essa disposição legal, dois aspectos devem ser destacados. Primeiramente, a lei não proíbe nem exige o pacto de solidariedade. Pelo contrário: prestigia a autonomia da vontade das partes envolvidas e permite que a matéria seja disciplinada no regulamento do fundo (documento que, como visto, é inicialmente aprovado pelos prestadores essenciais; mas pode ser alterado pelos cotistas reunidos em assembleia). Em segundo lugar, ao ressalvar que deve ser observada a regulamentação da CVM, o art. 1.368-D do Código Civil parece ter permitido que a autarquia estabeleça eventuais hipóteses nas quais deve permanecer obrigatório o pacto de solidariedade entre os prestadores de serviços essenciais e os terceiros por eles respectivamente contratados.

O prestígio legislativo à autonomia da vontade foi refletido na Resolução CVM nº 175/2022, que, em seu art. 48, parágrafo primeiro, inciso II, estabelece que o regulamento deve obrigatoriamente dispor sobre a questão da limitação de responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais.[702] Nesse sentido, a partir da entrada em vigor da referida Resolução,

---

[701] Vale citar as seguintes considerações de Alexandre Rangel sobre o tema: "Estabeleciam também uma incômoda solidariedade entre prestadores de serviços ao fundo, notadamente entre administradores fiduciários e gestores, o que gerava muita confusão e incerteza em torno das atribuições e responsabilidades de cada *player*. Prova cabal deste ponto consiste no fato de que as maiores e mais importantes instituições de mercado que prestavam o serviço de administração fiduciária descontinuaram suas atividades nesse segmento ou limitaram sua atuação a atendimentos internos de sua própria estrutura de clientes. Não há dúvida de que a regulamentação hoje em vigor acabou reduzindo a concorrência e a competição saudável no setor" (RANGEL, Alexandre. Perspectivas regulatórias dos fundos de investimento. *Jota*, São Paulo, 21 jan. 2020. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/perspectivas-regulatorias-dos-fundos-de-investimento-21012020. Acesso em: 3 set. 2022).

[702] "Por fim, o regulamento deve dispor acerca da limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços, perante o fundo e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de

inexistirá norma regulatória que exija a estipulação de cláusula de solidariedade entre o administrador e o gestor por danos causados ao cotista do fundo.

Antes tratado como um mero delegatário do administrador, o gestor foi alçado à posição de prestador de serviço essencial do fundo de investimento, tendo sido reconhecido que exerce atividades e possui atribuições e responsabilidades próprias, distintas daquelas do administrador. No novo regime, entendeu a CVM que, à luz das características do mercado de fundos de investimento, não deve mais ser obrigatório que tais agentes respondam pelas obrigações uns dos outros.

Sem prejuízo dessa constatação, a lei e a regulação conferem espaço para que o regulamento do fundo de investimento preveja a solidariedade contratual entre administrador e gestor. Tal estipulação pode ser enxergada pelo cotista como um diferencial do fundo de investimento que a adote, em comparação com outros que segreguem as responsabilidades. Estando diante de dois fundos de investimento com características semelhantes, mas um deles prevendo a solidariedade entre os prestadores essenciais, e o outro não, seria racional que o investidor optasse por alocar seus recursos no primeiro – justamente à vista da ampliação das possibilidades de ressarcimento em caso de dano.

Finalmente, não se pode ignorar que o novo regime aumenta o risco de o patrimônio do fundo não ser reparado por danos decorrentes de atos ou omissões do gestor em contrariedade à legislação ou ao regulamento. Trata-se de uma questão matemática: anteriormente, seria possível buscar essa reparação em dois patrimônios; pela nova lógica regulatória, via de regra, apenas o patrimônio do gestor poderá ser alcançado para fins de ressarcimento por prejuízos imputáveis a tal agente.

Como o gestor de recursos é o responsável pela efetiva gestão da carteira do fundo e negociação dos ativos financeiros dela integrantes, por certo, é de seus atos que podem decorrer os principais danos aos cotistas. A má-gestão da carteira do fundo, ou uma fraude cometida pelo gestor, pode levar, inclusive, à perda integral dos recursos investidos pelo cotista.

Nesse contexto, tem-se que administradores fiduciários geralmente são instituições financeiras, submetidas às normas do BACEN, as quais contemplam exigências de capital social e patrimônio mínimos. Quando não são instituições financeiras, a Resolução CVM nº 21/2021 exige que mantenham, cumulativamente, valores equivalentes a 0,20% dos recursos financeiros

---

cada um (art. 44, § 1º, II), conforme dispõe o art. 1.368-D, II, do Código Civil. Ou seja, excetuadas as poucas hipóteses estabelecidas na norma, a proposta é que eventual existência de solidariedade quanto à responsabilidade civil entre prestadores de serviços seja livremente pactuada entre eles" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 3 set. 2022).

sob administração ou mais do que R$ 550 mil, o que for maior, nas seguintes contas de seu balanço patrimonial: patrimônio líquido; e disponibilidades em conjunto com investimentos em títulos públicos federais.

Por outro lado, salvo determinadas exigências de qualificação, reputacionais e de adequação de recursos humanos e computacionais, a regulamentação não prevê qualquer requisito de capital, patrimônio ou capital de giro para os gestores de recursos.[703-704]

Acrescente-se a isso o fato de que gestores de recursos gerem patrimônios de fundos de investimentos que são substancialmente superiores ao seu próprio patrimônio. Logo, em cenário de perda integral dos recursos sob gestão causado por culpa ou dolo do gestor, é possível que este não disponha de patrimônio suficiente para ressarcir a coletividade de cotistas lesados.

Essas nuances devem ser levadas em consideração pelo cotista ao decidir investir em

---

[703] No caso do gestor "pessoa natural", os requisitos elencados no art. 3º da Resolução CVM nº 21/2021 para seu credenciamento são os seguintes: "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". Já para o gestor "pessoa jurídica", o art. 4º da mesma Resolução enumera os seguintes requisitos: "I – ter sede no Brasil; II – ter em seu objeto social o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários e estar regularmente constituído e registrado no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ; III – atribuir a responsabilidade pela administração de carteiras de valores mobiliários a um ou mais diretores estatutários autorizados a exercer a atividade pela CVM, nos termos dos §§ 5º e 6º deste artigo; IV – atribuir a responsabilidade pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e desta Resolução a um diretor estatutário; V – caso o registro seja na categoria 'gestor de recursos', atribuir a responsabilidade pela gestão de risco a um diretor estatutário, que pode ser a mesma pessoa de que trata o inciso IV; VI – seus sócios controladores diretos ou indiretos devem atender aos requisitos previstos pelos incisos IV, V, VI e VII do art. 3º; VII – constituir e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica; e VIII – preencher o formulário do Anexo E, de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício da atividade".

[704] Em 1999, Ricardo de Santos Freitas registrou sua indignação com a inexistência de requisitos de capital ou patrimônio para administradores de fundo de investimento em geral (à época, não existia a separação entre administrador fiduciário e gestor de recursos). Com relação aos administradores fiduciários, como visto, a regulamentação atual contempla tais requisitos mínimos. Contudo, para os gestores, a situação permanece a mesma. Confira-se as palavras do referido autor: "Quanto aos administradores de fundos da CVM a situação é ainda mais absurda: não há qualquer exigência de capital social integralizado mínimo para que um administrador exerça sua função. Proliferam, assim, empresas com capital social e patrimônio líquido irrisórios que seguem administrando fundos de investimento com patrimônio líquido elevado e posições alavancadas" (FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 251).

fundo de investimento cujo regulamento não preveja a solidariedade entre o administrador e o gestor.

Inclusive, por se tratar de relevante fator de tomada de decisão negocial pelo investidor, seria recomendável que a informação sobre a solidariedade entre administrador e gestor (e eventuais outros prestadores de serviço, se for o caso) constasse não apenas do regulamento, mas também da lâmina de informações essenciais dos fundos de investimento aos quais tal documento seja aplicável.

3.4.3 Inexistência de solidariedade obrigatória entre prestadores essenciais e terceiros contratos em nome do fundo

Além da questão da solidariedade entre administrador e gestor de fundos de investimento (acima analisada), até a vigência da Instrução CVM nº 555/2014, vigorava regra segundo a qual o administrador deveria responsabilizar-se, perante o cotista, solidariamente com outros terceiros por ele contratados em nome do fundo.

Para tanto, exigia-se que o contrato celebrado entre o fundo e o prestador de serviço em questão, com a interveniência e anuência do administrador (em nome próprio) contivesse cláusula estipulando a solidariedade contratual entre o administrador e o agente contratado em nome do fundo.

Mais uma vez, ressalte-se que a existência dessa regra tinha fundamento no raciocínio – exposto anteriormente – segundo o qual o administrador seria o responsável "originário" por praticamente todas as atividades pertinentes à existência, funcionamento e atuação do fundo de investimento, que deveriam ser por ele exercida. A contratação de terceiros, portanto, era tratada como faculdade, de modo que o administrador não poderia se eximir de responsabilidades que lhe eram próprias a partir da contratação de terceiros, razão pela qual exigia-se o pacto de solidariedade.

Da mesma forma que se expôs sobre a obrigação do administrador de fiscalizar o gestor, a partir da edição da Resolução CVM nº 175/2022 a autarquia optou por abordagem regulatória diversa, de forma a excluir da regulamentação todas as exigências de solidariedade compulsória entre prestadores de serviços de fundos de investimento. Conforme consignado no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020, a partir de então, "a responsabilidade dos

prestadores de serviços dos fundos de investimento será livremente pactuada entre as partes".[705]

Assim, a partir da entrada em vigor da nova Resolução, inexistirá norma regulatória que exija a estipulação de cláusula de solidariedade entre o administrador, o gestor e os prestadores de serviços por eles respectivamente contratados em nome do fundo por danos causados ao patrimônio deste veículo. Nada impede, porém, que tal solidariedade seja contratualmente estipulada no exercício da autonomia da vontade das partes envolvidas (visando, por exemplo, tornar o fundo mais atrativo para os cotistas, em comparação com outros de características semelhantes).

Cabe registrar, para fins de histórico normativo, que a minuta de norma submetida a audiência pública pela CVM previa determinadas hipóteses nas quais a solidariedade contratual compulsória seria mantida, da seguinte forma: (a) nos contratos celebrados entre os fundos destinados ao público em geral e os terceiros contratados pelos prestadores essenciais em nome do fundo (sendo esta a hipótese mais ampla); (b) contratação, pelo administrador, de serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos; (c) solidariedade entre os cogestores de fundos que possuíssem mais de um gestor; e (d) especificamente no caso dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), na contratação de serviços de consultoria especializada.[706]

Durante a audiência pública da referida minuta – que viria a se tornar a Resolução CVM nº 175/2022 –, essas hipóteses de solidariedade contratual entre os prestadores essenciais e terceiros foram objeto de diversas críticas.

Para a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), por exemplo, não seria cabível que a solidariedade se desse em relação a agentes que exercem atividades distintas, uma vez que isso tiraria o foco do administrador ou do gestor, que deveriam se preocupar com suas atividades principais, ao invés de se dedicar à fiscalização da atividade desempenhada por outrem. Para a referida entidade, tal exigência geraria, como consequência, um aumento nos custos de serviços prestados no mercado de fundos como um todo.[707]

---

[705] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 27 dez. 2022.

[706] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 3 set. 2022.

[707] Em sentido semelhante foram as manifestações da Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Multicedentes e Multissacados (ANFIDC) e da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP). Confira-se todas as manifestações em: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 3 set. 2022.

Outros participantes justificaram suas críticas em interpretação que deram ao *caput* e ao inciso II do art. 1.368-D do Código Civil, no sentido de que tais dispositivos tornariam obrigatória a segregação de responsabilidades, não sendo admissível que a CVM estipulasse situações em que a cláusula de solidariedade fosse obrigatória. No entendimento de tais participantes da audiência pública, portanto, a CVM estaria extrapolando suas atribuições regulatórias e atuando *contra legem* nesse particular.[708-709]

Embora tenha expressamente acatado as sugestões de exclusão das hipóteses de solidariedade compulsória, a CVM não detalhou, no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020, as razões pelas quais assim procedeu.

3.4.4 A responsabilidade do administrador e do gestor por seus sucessores ou predecessores

Os prestadores de serviços essenciais devem ser substituídos em suas funções nas hipóteses de (a) descredenciamento para o exercício da atividade por decisão da CVM; (b) renúncia (i.e., decisão do próprio prestador); ou (c) destituição pela assembleia geral de cotistas. Nesses casos, devem ser adotados os procedimentos previstos na regulamentação para substituição do prestador de serviço essencial em questão, sob pena de o fundo de investimento ter que ser liquidado.

Desse racional se extrai que pode haver uma regular sucessão de prestadores de serviços essenciais nos fundos de investimento. Por essa razão, cabe reservar uma palavra para tratar da responsabilidade do administrador e do gestor por atos ou omissões de seus sucessores ou predecessores.

Com efeito, a substituição de um prestador de serviço essencial representa a resolução ou resilição[710] do contrato (a depender da causa) em relação àquele que está sendo substituído;

---

[708] Todas as manifestações de participantes podem ser encontradas na página da Audiência Pública SDM nº 08/2020 na rede mundial de computadores (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 3 set. 2022).

[709] Conforme mencionado anteriormente, não concordamos com esse entendimento. A partir do momento em que o art. 1.368-D faz expressa referência à necessidade de observância da regulamentação editada pela CVM, entendemos que o legislador permitiu que a autarquia, no uso de suas atribuições regulatórias, preveja hipóteses nas quais a estipulação de solidariedade pode ser obrigatória. Contudo, no âmbito da Resolução CVM nº 175/2022, optou por não o fazer.

[710] A resolução representa a extinção do contrato por inadimplemento de obrigação. Já a resilição consiste na forma de extinção dos contratos por manifestação de vontade das partes, seja unilateral (resilição propriamente dita) ou bilateral (distrato) (TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos do Direito Civil:* Contrato. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021. v. 3, p. 263-270, versão eletrônica). Nesse sentido, entende-se que a substituição de prestador de serviço essencial por

ao passo que o novo administrador ou gestor passará a integrar a relação contratual.

Assim, via de regra, a responsabilidade do prestador essencial que está sendo substituído subsistirá até o momento em que efetivada a resolução ou resilição contratual.[711] Isso não quer dizer, contudo, que a resilição do contrato implica quitação ao administrador ou gestor substituído. Pelo contrário: permanecerá aquele responsável por atos e omissões relativos ao período no qual desempenhava suas atividades no fundo de investimento (salvo, é claro, se consignada disposição expressa outorgando quitação no ato ou documento no qual for deliberada a substituição).

Por outro lado, como regra geral, o administrador ou gestor substituído não assumirá responsabilidade pelos atos de seu sucessor.

As conclusões no tocante à responsabilidade por atos ou omissões do predecessor são semelhantes. A responsabilidade do administrador ou do gestor indicado como sucessor de outro se inicia no momento em que aquele passa a integrar a relação contratual com a coletividade de cotistas.

É usual que o ato que delibera a substituição de prestador de serviço essencial fixe a "data de corte" a partir da qual a responsabilidade do sucessor se inicia. Caso não haja essa fixação, deve-se presumir que a responsabilidade do sucessor se inicia com o consentimento deste em assumir suas funções e integrar a relação contratual (o que pode se dar de diferentes formas, sendo as mais recorrentes a assinatura de termo de posse; a assinatura da própria ata da assembleia que deliberar a substituição; ou o *upload* da referida ata, pelo administrador ou gestor indicado, no sistema da CVM).

Nesse contexto, em princípio, o novo administrador ou gestor não assume responsabilidade relativa ao período de administração ou gestão de seu predecessor. Portanto, a regra aplicável vai no sentido de que administradores e gestores são responsáveis pelos atos e omissões

---

descredenciamento consiste em hipótese de resolução – visto o inadimplemento da obrigação de credenciamento do administrador ou do gestor –; ao passo que a renúncia ou destituição são hipóteses de resilição (podendo ser unilateral ou bilateral, a depender do que for acordado pela coletividade de cotistas e o prestador de serviço essencial em questão).

711 A efetiva data de resilição dependerá da razão da substituição do administrador ou do gestor. No caso de destituição pela assembleia geral de cotistas, a regulamentação da CVM pressupõe que o ato no qual essa deliberação for tomada promoverá a indicação do substituto (razão pela qual não estabelece consequências decorrentes da vacância do cargo). Já nos casos de renúncia ou descredenciamento, prevê a obrigatoriedade de realização de assembleia geral de cotistas para designação de substituto, no prazo de até 15 dias contados do evento em questão. Ciente de que a substituição pode não ser efetivada em prazo tão curto, a regulamentação prevê as seguintes regras de transição: (a) nos casos de renúncia, o administrador ou gestor renunciantes devem permanecer no exercício de suas funções pelo prazo de 90 dias (para os FIF ou fundos mútuos de privatização – FGTS) ou 180 dias (para as demais categorias de fundos); e (b) nos casos de descredenciamento, a CVM pode nomear administrador ou gestor temporário. Em ambos os casos, persistindo a vacância, a consequência será a liquidação do fundo de investimento. Cf. arts. 107 e 108 da Resolução CVM nº 175/2022.

praticados enquanto estiverem no exercício de suas funções, não assumindo responsabilidade por seus sucessores e predecessores.

Sobre esse tema aplicado às sociedades anônimas, o art. 158, parágrafo quarto, da Lei nº 6.404/1976, possui regra segundo a qual o administrador de companhia que tiver conhecimento do descumprimento de deveres pelo predecessor deve comunicar tal fato à assembleia geral, sob pena de tornar-se solidariamente responsável. Entende-se que tal regra decorre do dever de lealdade do administrador,[712] que não pode se omitir caso se depare com ilicitudes praticadas por aquele que exercia a função anteriormente.

Como analisado na subseção 1.9.2 da Seção 1, os administradores e gestores de fundos de investimento possuem deveres fiduciários semelhantes aos dos administradores das companhias. Por essa razão, ainda que inexistente disposição legal ou regulatória nesse sentido, parece lógico que o prestador de serviço essencial que tiver conhecimento do descumprimento, por seu predecessor, de deveres e obrigações, deve, em cumprimento ao seu dever de lealdade, levar tal fato ao conhecimento da assembleia de cotistas.

Importante frisar que, assim como os administradores das companhias, os prestadores de serviços essenciais não possuem obrigação de "fazer uma devassa ou fiscalizar os atos praticados pelo predecessor".[713] Entender de modo diverso tornaria excessivamente onerosa a tarefa do sucessor. Assim, a necessidade de comunicação decorre de irregularidades das quais o sucessor venha a ter conhecimento no exercício regular de suas atribuições.[714]

Diferença relevante entre o regime das sociedades anônimas e dos fundos de investimento no tocante à responsabilidade pelas violações dos predecessores consiste na solidariedade. Como esta não se presume, dependendo de previsão legal ou contratual expressa, tem-se que o administrador ou gestor de fundo de investimento que descumprir sua obrigação de comunicar a assembleia de cotistas não poderá ser solidariamente responsabilizado com o predecessor, por inexistir previsão legal nesse sentido. Poderá ser responsabilizado, contudo, pela sua própria omissão, na medida em que esta efetivamente gerar danos ao fundo de investimento.

3.5 **Responsabilidade civil do diretor responsável por determinada função**

Conforme detalhado na subseção 1.11 da Seção 1, administradores e gestores de fundos

---

712 CAMPINHO, Sérgio. *Curso de Direito Comercial:* Sociedade Anônima. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 297, versão eletrônica.

713 LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Órgãos Sociais. In: _____ (Coord.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 885.

714 Ibidem, p. 885.

de investimento constituídos como pessoas jurídicas devem indicar diretores responsáveis por determinadas funções consideradas relevantes nos termos da regulamentação da CVM. Assim, funções como a gestão de recursos de terceiros, a administração fiduciária, o *compliance*, a gestão de riscos, a "prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo e da proliferação de armas de destruição em massa" ("PLD/FTP") e, eventualmente, a distribuição de cotas e o *suitability*, devem ser atribuídas aos chamados "diretores responsáveis" por tais atividades.

Em sede administrativa, é comum que a CVM responsabilize tais diretores, conjuntamente com as administradoras e gestoras de fundos de investimento, em caso de violação de normas relacionadas às funções que deveriam estar sob sua responsabilidade. Por exemplo, caso as regras relativas à gestão de carteira de fundos de investimento sejam violadas, pode o diretor de gestão à época da violação ser responsabilizado conjuntamente com a gestora pela CVM.[715] Se, por outro lado, políticas de *compliance* foram descumpridas pela gestora ou administradora, pode o diretor de *compliance* responder administrativamente, em conjunto com a instituição.[716]

Pergunta-se, assim, como fica a questão responsabilidade civil dos diretores responsáveis, caso sejam constatados danos ao patrimônio do fundo de investimento decorrentes de atos ou fatos relacionados às funções que, nos termos da regulamentação, deveriam estar sob suas respectivas responsabilidades.

Os poucos autores que se ocupam do tema, talvez influenciados pelos precedentes do Colegiado da CVM (que não dizem respeito à responsabilidade civil das pessoas julgadas, mas sim administrativa), tendem a afirmar que os diretores responsáveis teriam sua culpa presumida se comprovada a culpa da pessoa jurídica; ou, ainda, que existiria algum tipo de solidariedade ou objetividade na aferição da culpa de tais diretores.

Nesse sentido, Eduardo Dotta afirma que os diretores responsáveis seriam indicados para "responder civil e criminalmente pela gestão do fundo". Afirma, ainda, que a responsabilidade de tais diretores seria subjetiva, "sendo, no entanto, presumida sua culpabilidade,

---

715 É o que ocorreu no seguinte julgado exemplificativo: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087. Relator: Dir. Pablo Renteria. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 24 jul. 2018.

716 Embora não diga respeito a administrador ou gestor de fundos de investimento, o seguinte julgado ilustra o posicionamento do Colegiado da CVM pela responsabilização de diretores de *compliance* de instituições reguladas: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº SP2018/420. Relator: Dir. Alexandre Rangel. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 26 out. 2021.

presunção esta relativa, de modo a admitir prova em sentido contrário".[717] Por seu turno, ao tratar do tema, Sheila Perricone faz a mesma afirmação acerca da assunção de responsabilidade civil e criminal pelos diretores responsáveis, concluindo na linha de que a culpa de tais agentes seria presumida e acrescentando que haveria solidariedade entre eles e a pessoa jurídica que integram.[718] Também Mário Tavernard Martins de Carvalho, em sua obra, repete essas premissas sobre presunção *iuris tantum* de culpa e solidariedade entre pessoa jurídica e diretor responsável.[719]

Ricardo de Santos Freitas vai mais além e afirma que o diretor responsável estaria sujeito a "uma responsabilidade objetiva, pois uma vez apurada a culpa ou dolo do administrador do fundo, ele responderá solidariamente por todos os prejuízos que forem apurados, independentemente de verificação de qualquer nexo de causalidade entre uma ação ou omissão sua e o dano". Embora seja categórico ao mencionar solidariedade e responsabilidade objetiva, pondera que seria admissível prova em contrário.[720]

Com o devido respeito aos mencionados autores, cujas respectivas obras e trabalhos são de singular relevância para o estudo da temática dos fundos de investimento, parece que as conclusões por eles alcançadas não estão em linha com preceitos relevantes do instituto jurídico da responsabilidade civil.

Em primeiro lugar, deve ser refutada a afirmação de que a responsabilidade civil do diretor responsável seria objetiva. Até mesmo em sede de responsabilidade administrativa, em que o papel da figura do diretor responsável foi exaustivamente discutido por parte do Colegiado da CVM, é pacífico o entendimento de que inexiste responsabilidade objetiva, devendo ser avaliada a culpa do diretor responsável, que pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento da regulação.[721] Em linha com os precedentes do Colegiado,

---

[717] DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 151.

[718] 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, a. 4, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001. p. 11 (versão eletrônica).

[719] "Em caso de descumprimento de algum dever pelo administrador que cause danos, essa pessoa física será solidariamente responsável por indenizá-los. *In casu*, configura-se uma presunção relativa, *iuris tantum*, de que essa pessoa, a qual estaria incumbida de zelar pela observância da conduta do administrador, teria sido, no mínimo, negligente" (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 136).

[720] FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 252.

[721] Nas palavras da ex-Diretora Luciana Dias: "A responsabilização dos centros de imputação muitas vezes prescinde da individualização específica da conduta. Essa estratégia, porém, está longe do instituto da

confira-se as palavras de Alexandre Rangel e de Marcelo Vieira sobre o tema:

> Ocorre que, em determinados casos em que são iniciados processos administrativos movidos em face de administradores e gestores, os seus respectivos diretores estatutários responsáveis também são incluídos na condição de acusados. Entendemos que essa inclusão [...] deve se dar com a expressa indicação de atos, dolosos ou culposos, praticados por essas pessoas. Deve ser prestigiada e relembrada a regra geral do nosso ordenamento jurídico de responsabilidade subjetiva, evitando-se a criação de solidariedade administrativa – não prevista em lei ou em qualquer ato normativo – entre o diretor responsável pessoa natural e o administrador pessoa jurídica.[722]

Também não há bases para o entendimento de Ricardo de Santos Freitas no sentido de que, além de objetiva, a responsabilidade do diretor responsável prescindiria do nexo de causalidade. O nexo causal é elemento essencial da responsabilidade civil que, no caso de uma hipotética responsabilidade objetiva, na qual já se abriu mão de apurar a culpa, ganharia ainda mais relevância.[723] Não pode ser admitido, assim, que se queira estabelecer relação de responsabilidade civil sem dois (culpa e nexo causal) dos seus três elementos essenciais.[724]

Da mesma forma, novamente conforme explicado anteriormente, não há que se falar em solidariedade sem previsão legal (leia-se, na lei em sentido estrito) ou contratual nesse sentido. Assim, também não são vislumbrados fundamentos para se defender a solidariedade entre a pessoa jurídica administradora ou gestora de fundos de investimento e seus respectivos

---

responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 08/2004. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 6 dez. 2012). No mesmo sentido: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2015/12087. Relator: Dir. Pablo Renteria. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 24 jul. 2018; e BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 22/2005. Relator: Dir. Marcos Barbosa Pinto. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 26 ago. 2008.

722 RANGEL; Alexandre; VIEIRA, Marcelo Soares Lima. Reflexões sobre o regime jurídico de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores de recursos no âmbito dos fundos de investimento. In: MARTINELLI, João Paulo; COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O empresário no banco dos réus:* responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021. p. 320.

723 "Contudo, enquanto a prova da culpa é dispensada, os demais elementos da obrigação de indenizar – o dano e o nexo de causalidade – devem ser caracterizados para que se estabeleça a responsabilidade. Com isso, determina-se que a responsabilidade objetiva sustenta-se, em grande medida, na identificação do liame causal. Isto é, uma vez constatada a ocorrência de um dano indenizável – pré-requisito sem o que nem sequer se inicia o processo reparatório – o que vai determinar a existência da responsabilidade civil é a capacidade da vítima em provar que o prejuízo que sofreu é o resultado de uma determinada atividade, ou seja, que a atividade deu causa ao dano, ligando-se a ele de forma a justificar a condenação em perdas e danos" (MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção de causalidade*. Rio de Janeiro: GZ, 2010. p. 314).

724 Para uma análise crítica sobre responsabilidade civil sem nexo de causalidade, cf. DI BIASE, Nicholas Furlan. A responsabilidade civil objetiva solidária na Lei Anticorrupção prescinde do nexo de causalidade? *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 27, p. 151-194, jul./dez. 2020.

diretores responsáveis, uma vez inexistir previsão legal ou imposição de disposição contratual nesse sentido.

Feitas essas ressalvas ao posicionamento de parte da doutrina, entende-se que as regras acerca da responsabilidade dos diretores responsáveis decorrem da própria natureza da relação entre administradoras ou gestoras de fundos de investimento e seus cotistas, alinhada com normas elementares de limitação de responsabilidade de sócios e administradores de pessoas jurídicas.

Com efeito, cabe recapitular que a relação estabelecida entre a administradora ou a gestora (fazendo referência às pessoas jurídicas) e os cotistas de fundos de investimento é de natureza contratual. Logo, a responsabilidade civil de tais instituições também é considerada contratual e apurada com base nessa premissa.

Por certo, a gestora e a administradora, na celebração dessa relação contratual (assim como na prática de quaisquer outros atos relativos às suas atividades) deverão ser "presentadas" por seus diretores (caso sejam sociedades anônimas) ou administradores (caso sociedades limitadas), conforme disposto em seus respectivos estatutos ou contratos sociais.[725]

Tais diretores ou administradores – que podem, ou não, ser os diretores responsáveis nos termos da regulamentação – não estarão atuando ou se obrigando em nome próprio. Estarão, como dito, atuando na posição de "presentantes" das referidas pessoas jurídicas e, portanto, obrigando a estas.[726] Não há, portanto, vínculo contratual estabelecido diretamente entre os cotistas e qualquer dos diretores responsáveis acima referidos.

Assim, em caso de violação das obrigações contratuais assumidas, que gere dano ao patrimônio do fundo de investimento, a responsabilidade recairá sobre a pessoa jurídica parte do contrato com os cotistas; e não sobre quaisquer membros de sua administração, sejam aqueles que representaram a gestora ou administradora perante os cotistas em questão, sejam os diretores responsáveis pelas atividades das quais decorreram o dano.

Eventual pretensão de ressarcimento de danos causados ao patrimônio do fundo somente poderá ser direcionada aos membros da administração da gestora ou administradora de carteira (incluindo seus diretores responsáveis) na hipótese de se demonstrar estarem presentes

---

[725] "Os sócios gerentes são *órgãos*, e não *mandatários*: não representam, *presentam* a sociedade" (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado* – Contrato de Sociedade: sociedade de pessoas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. XLIX, p. 485). No mesmo sentido, em referência às sociedades anônimas, cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado* – Sociedade por ações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. t. L, p. 486.

[726] Novamente citando as sempre relevantes lições de Pontes de Miranda, em referência aos administradores de sociedades: "Vinculam a sociedade, e não a si mesmos ('não respondem pessoalmente'), se praticam atos em nome da sociedade" (PONTES DE MIRANDA, op. cit., t. XLIX, p. 484).

os requisitos que autorizem a desconsideração da personalidade jurídica.

Como inexiste relação de consumo entre cotistas e gestoras ou administradoras de fundos de investimento, deve ser observado o disposto no art. 50 do Código Civil para que seja pleiteada a desconsideração da personalidade jurídica, com a demonstração da ocorrência de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial.[727]

Portanto, conclui-se que as figuras dos diretores responsáveis fazem parte da estratégia regulatória da CVM com objetivo de criar centros de imputação de responsabilidade administrativa,[728] inclusive em razão da extensão da competência sancionadora da autarquia (limitada à responsabilidade administrativa). A exigência regulatória de designação de diretores responsáveis por certas funções não pode mitigar a aplicação dos preceitos legais de limitação de responsabilidade e vinculação da pessoa jurídica aos atos praticados, em seu nome, por seus administradores.

3.6 **Responsabilidade pelas obrigações assumidas na posição de representante do fundo de investimento**

Se encaminhando para a conclusão deste trabalho, cabe reiterar, nesta oportunidade, o seu escopo, que consiste notadamente na responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundo de investimento pelas obrigações por eles assumidas em decorrência das relações contratuais mantidas com a coletividade de cotistas (obrigações estas que podem estar previstas no regulamento do fundo ou na legislação em vigor).

Outro tema, distinto do descrito acima, consiste na responsabilidade dos prestadores

---

[727] Código Civil: "Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso. § 1º. Para os fins do disposto neste artigo, desvio de finalidade é a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza. § 2º. Entende-se por confusão patrimonial a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada por: I - cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador ou vice-versa; II - transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e III - outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial. § 3º. O disposto no caput e nos §§ 1º e 2º deste artigo também se aplica à extensão das obrigações de sócios ou de administradores à pessoa jurídica. § 4º. A mera existência de grupo econômico sem a presença dos requisitos de que trata o caput deste artigo não autoriza a desconsideração da personalidade da pessoa jurídica. § 5º. Não constitui desvio de finalidade a mera expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica".

[728] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 08/2004. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 6 dez. 2012.

essenciais por obrigações por eles assumidas na posição de representantes do fundo de investimento. Sem prejuízo da delimitação temática proposta, cabe reservar uma palavra sobre essa matéria.

Prevê o art. 1.368-E do Código Civil que "os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé".

Como se sabe, os fundos de investimento, embora desprovidos de personalidade jurídica, possuem capacidade negocial e processual. A representação do fundo de investimento se dá por meio da atuação do administrador ou do gestor (a depender do ato praticado) e, como o fundo não é sujeito de direito, as obrigações assumidas vinculam a coletividade de cotistas.

A responsabilidade dos cotistas pelas obrigações assumidas pelo fundo poderá ser limitada às cotas subscritas; ou, se o regulamento não estabelecer limitação de responsabilidade, os cotistas responderão pelo eventual patrimônio líquido negativo do fundo.

O art. 1.368-E do Código Civil, assim, prevê que, embora o administrador ou o gestor representem o fundo, eles não se obrigam em nome próprio quando atuam nessa função. Ao representarem o fundo ou classe, estão obrigando a coletividade de cotistas, que, como regra geral, fica responsável pelo cumprimento das obrigações contratuais ou legais assumidas, observada eventual limitação de responsabilidade.

Tal regra é semelhante àquelas previstas para as sociedades anônimas e limitadas que, nesse aspecto, se aproximam dos fundos de investimento. Nos termos do art. 158 da Lei nº 6.404/1976, "o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão". No caso das sociedades limitadas, o art. 1.016 do Código Civil, embora não seja tão explícito, evidencia que o administrador, em praticando atos regulares de gestão, estará obrigando a sociedade e não a si próprio. Sobre esse ponto, são elucidativas as palavras de Sérgio Campinho:

> A regra geral é a da irresponsabilidade pessoal do administrador pelos atos de representação e gestão ordinárias da sociedade. Os administradores das limitadas, à semelhança dos diretores nas sociedades anônimas, não ficam vinculados pessoalmente aos atos regulares de gestão, por serem eles órgãos da pessoa jurídica, sendo nessa qualidade que atuam em nome e por conta da sociedade. A pessoa jurídica é quem pratica atos e contrai obrigações, razão pela qual é ela responsável perante terceiros pelos atos exercitados por meio de seus administradores.[729]

---

[729] CAMPINHO, Sérgio. *O Direito de Empresa à Luz do Código Civil*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 247.

No caso dos fundos de investimento, o administrador e o gestor não são órgãos – como o são os administradores de sociedades –, mas sim prestadores de serviços. Não obstante, isso não parece alterar a lógica – que agora encontra expressa fundamentação legal no art. 1.368-E do Código Civil – de que os atos dos administradores e gestores, quando atuando como representantes do fundo de investimento, obrigam a este.

Estabelecida essa premissa geral, o mesmo dispositivo do Código Civil contempla a exceção a ela, consistente na atuação do administrador ou do gestor com dolo ou má-fé.

Novamente, trata-se de disposição com nítida inspiração na legislação societária. O mencionado art. 158 da Lei nº 6.404/1976 prevê, em sua parte final, que o administrador responde civilmente pelos prejuízos que causar quando proceder (a) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; ou (b) com violação da lei ou do estatuto social. O também referenciado art. 1.016 do Código Civil, de forma mais genérica, estabelece a responsabilidade dos administradores, perante a sociedade e terceiros, quando atuarem com culpa no desempenho de suas funções.

Diferença relevante, contudo, do regime dos fundos de investimento para o regime societário consiste nos requisitos necessários para ensejar a responsabilidade pessoal dos agentes que atuam na posição de representantes do fundo ou da sociedade, conforme o caso.

Como se extrai das disposições da Lei nº 6.404/1976 e do Código Civil acima comentadas, há referências à atuação culposa por parte do administrador no exercício de suas atribuições, apta a ensejar, caso comprovada tal culpa, a responsabilidade deles perante a sociedade. Logo, sem prejuízo das situações envolvendo dolo, a legislação societária também contemplou a culpa em sentido estrito como hipótese de responsabilidade dos administradores de sociedades.

Já no regime dos fundos de investimento, sem maiores explicações, o art. 1.368-E do Código Civil restringe as hipóteses de responsabilidade pessoal do administrador e do gestor por obrigações assumidas na posição de representantes do fundo aos casos em que tiverem atuado com "dolo" ou "má-fé". Tal limitação vem sendo objeto de discussões e críticas, valendo citar as palavras de Otávio Yazbek:

> Por fim, a previsão, constante da parte final do art. 1.368-E, de que os prestadores de serviços só respondem pelas obrigações do fundo quando tiverem atuando com dolo ou má-fé parece ser extremamente limitadora. Um dos principais deveres de alguns desses prestadores é o chamado dever de diligência. E, de fato, impõe-se a esse tipo de atividade um padrão diferenciado de profissionalismo e diligência. Em que medida

é adequado excluir, aqui, todo e qualquer tipo de culpa?[730]

De fato, parece ter andado mal o legislador ao conferir redação tão restritiva ao dispositivo em questão. A redação utilizada, inclusive, aparenta ser atécnica, pois qual seria a diferenciação pretendida pelo legislador ao tratar separadamente do "dolo" e da "má-fé"? Afinal, em sendo o dolo a conduta intencional de gerar o dano (ou consciência do risco de que o dano pode ocorrer), [731] a má-fé do agente não seria, assim, um dos elementos aptos a demonstrar justamente a presença do dolo?[732]

Nesse contexto, o legislador poderia ter aproveitado as décadas de estudo sobre o regime de responsabilidade dos administradores de companhias, utilizando redação mais próxima à do art. 158 da Lei nº 6.404/1976. Essa opção legislativa pareceria ter sido mais adequada.

Sem prejuízo da crítica acima, há outros elementos da responsabilidade dos administradores de sociedades empresárias que podem ser utilizados para delimitar a responsabilidade dos administradores e gestores por atos praticados na posição de representantes do fundo.

Quanto à relação entre os sujeitos, a doutrina societária diverge sobre se a responsabilidade dos administradores das sociedades seria extracontratual ou contratual. Os que defendem ser aquiliana argumentam que inexistiria um contrato entre os administradores e a sociedade, tendo em vista a administração consistir em órgão da sociedade e a nomeação dos administradores se dar por ato unilateral.[733]

---

730 YAZBEK, Otavio. A lei n.º 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luis F.; CUEVA, Ricardo V. B.; FRAZÃO, Ana (Orgs.). *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 566.

731 "Com efeito, o elemento culpa – tomado o vocábulo em seu sentido lato – resta configurado quando presente não apenas a culpa em sentido estrito, ou seja, o desvio do padrão de conduta, mas também o dolo, tradicionalmente identificado no ato praticado com a finalidade precípua de causar o dano. Não obstante o conceito clássico de dolo requerer a intenção do agente de infligir dano à vítima, contemporaneamente adota-se noção objetivada – na esteira do que se verifica com a noção de culpa –, consistente na consciência do agente quanto à efetiva possibilidade de produção do resultado lesivo. Não mais se exige, por conseguinte, que o sujeito aja com o resoluto propósito de causar o dano; afigura-se suficiente que ele, vislumbrando a possibilidade de produzi-lo, assuma o risco e pratique a conduta" (TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Fundamentos do Direito Civil:* Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2021. v. 4, p. 206, versão eletrônica).

732 A CVM, no Relatório da Audiência Pública que precedeu a Resolução CVM nº 175/2022, esboçou o que seria a interpretação da autarquia sobre o teor do art. 1.368-E do Código Civil: "Já ao tratar da responsabilidade civil dos prestadores de serviços por prejuízos causados, o art. 1.368-E do Código Civil faz referência à má-fé, mas não à culpa, em seu sentido civil (imperícia, imprudência e negligência). A propósito, é oportuno esclarecer que a melhor interpretação do dispositivo não é no sentido de que a atuação sem perícia, imprudente ou negligente afasta a responsabilidade civil dos agentes, mas apenas que erros operacionais ordinários, que eventualmente podem ocorrer, ainda que culposos, não seriam – por si só – suficientes para ensejá-la" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 27 dez. 2022).

733 "A responsabilidade pessoal do administrador decorre de sua atuação, dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo (art. 158, I, da Lei das S.A.) ou da violação de dispositivo legal ou estatutário (inciso II

Por sua vez, quem afirma se tratar de responsabilidade civil contratual esclarece que o administrador se liga à sociedade por um vínculo jurídico contratual ou, pelo menos, por um negócio jurídico unilateral. Prosseguem afirmando que, ainda que assim não fosse, em última análise, a responsabilidade dos administradores decorreria da violação de deveres irradiados do contrato de sociedade.[734]

De fato, essa discussão no âmbito das companhias ganha contornos muito particulares principalmente em razão da teoria organicista.

No caso dos fundos de investimento, entretanto, parece ser adequado afirmar que a responsabilidade civil a que se refere o art. 1.368-E do Código é de fonte contratual quando os prejuízos forem causados ao próprio fundo (coletividade de cotistas), tendo em vista (a) a teoria organicista não ser aplicável aos fundos de investimento e, principalmente, (b) o fato de as relações entre administrador e gestor, de um lado, e os cotistas, de outro lado, ser de natureza inquestionavelmente contratual (a partir da adesão do cotista ao regulamento), somado ao fato de que o fundo de investimento em si não possui personalidade jurídica.

Já no caso de danos causados a terceiros, a responsabilidade civil será contratual ou extracontratual a depender da natureza da relação estabelecida entre o fundo (representado por

---

deste mesmo dispositivo legal). Trata-se, como referido, de responsabilidade aquiliana ou *ex lege*, não de responsabilidade contratual" (EIZIRIK, Nelson; GAAL B. Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais:* regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 636); "Os administradores são órgão da companhia. Não há, como se viu, um contrato entre eles e a sociedade, nascendo a relação de um ato jurídico unilateral – a nomeação do administrador pelo órgão societário competente – por meio do qual se lhes atribuem os respectivos poderes. A aceitação dos administradores a esse ato nada mais é do que simples condição de sua eficácia. Desse modo, a responsabilidade civil dos administradores não é de natureza contratual. Não decorre, pois, do inadimplemento de uma obrigação contratual ou de infração a um contrato. A sua responsabilidade deriva da prática de um ato ilícito extracontratual, caracterizado pela violação de um dever legal. Daí ser sua responsabilidade *ex lege* ou aquilina" (CAMPINHO, Sérgio. *Curso de Direito Comercial:* Sociedade Anônima. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 293, versão eletrônica).

734 "Posta nesses termos peremptórios, a inferência não é infensa a contestações. Em primeiro lugar, pode-se questionar se o caráter orgânico do vínculo tem como consequência necessária a inserção da responsabilidade civil do administrador nas hostes da responsabilidade aquiliana. Essa associação, supostamente necessária de causa a efeito, é claramente contrariada quando se procede à distinção entre duas realidades conexas: a posição da administração como elemento da organização societária é orgânica, e entre órgão e pessoa jurídica, de certo, não há relação jurídica; no entanto, os administradores ligam-se à sociedade por um vínculo jurídico contratual [...] ou, para outros, por meio de negócio jurídico unilateral, com o que, para os adeptos dessas correntes, a responsabilidade correlata seria obrigacional. Em segundo lugar, mesmo quando não se queira antever a existência de vínculo negocial entre o administrador e a companhia – sob a explicação de que a vinculação resultaria de simples ato de preposição orgânica –, também essa posição não é incompatível com o caráter obrigacional da responsabilidade dos administradores. Isso porque, em última análise, a responsabilidade dos administradores decorre da violação de deveres irradiados do contrato de sociedade, ao qual hodiernamente se reconhece o caráter de contrato de organização (isto é, de coordenação da influência jurídica recíproca de atos) e, portanto, fonte de vários deveres de conduta no plano interno; os poderes dos administradores e, por consequência, os seus deveres, resultariam do próprio contrato de sociedade, que seria a sua fonte atributiva. Por isso, o inadimplemento das obrigações daí resultantes daria ensejo à responsabilidade do tipo obrigacional. No exterior, aliás, é francamente predominante o entendimento de que a responsabilidade dos administradores é obrigacional (negocial ou contratual)" (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 195-197).

seus prestadores essenciais agindo com dolo ou má-fé) e o terceiro em questão. Isto é, em linha com o explicado na subseção 3.1.1, será necessário avaliar se foi estabelecida relação contratual com o terceiro (caso em que a responsabilidade terá natureza contratual), ou não (hipótese em que será aquiliana).

No que diz respeito à forma de aferição, o entendimento predominante na doutrina societária vai no sentido de que a responsabilidade civil dos administradores prevista no art. 158, inciso I, da Lei nº 6.404/1976 deve ser aferida subjetivamente, sendo necessário estarem presentes os elementos dano, nexo de causalidade e culpa.[735] O mesmo raciocínio pode ser aplicado aos fundos de investimento.

Adicionalmente, caso o fundo de investimento seja responsabilizado e realize desembolso em favor de terceiro por ato praticado pelo administrador ou gestor com dolo ou má-fé, o fundo terá direito de regresso contra o administrador ou gestor que agiu de forma irregular.[736]

Por fim, outras discussões certamente decorrerão do ainda pouco explorado art. 1.368-E do Código Civil, valendo sugerir as seguintes: qual seria a melhor interpretação que pode ser extraía da utilização alternativa do termo "dolo" e da expressão "má-fé"? Quais são os limites da vinculação do fundo a atos praticados pelos seus prestadores de serviços essenciais, especialmente quando houve evidente extrapolação do disposto em seu regulamento (da mesma forma como se discute os atos praticados por administradores de sociedades que extrapolem o objeto social)?

3.7 **Prazo prescricional da pretensão de responsabilização do administrador ou do gestor**

A legislação não prevê prazo prescricional específico para o exercício, pelos cotistas do fundo de investimento, de sua pretensão de reparação de danos em face do administrador ou do gestor. Portanto, o tema deve se ater à análise das regras sobre prescrição aplicáveis aos casos

---

735 "Não há dúvida na doutrina de que a hipótese tratada no inciso I do art. 158 consiste em responsabilidade civil subjetiva, exigindo-se a presença da culpa ou do dolo. É, assim, responsabilidade civil do tipo clássica. Pressupõe, para sua caracterização, o prejuízo. É a existência do prejuízo de sua essência, cumprindo sempre ao autor a sua prova e a demonstração do nexo de causalidade entre o ato ilícito imputado ao administrador e o prejuízo dele resultante que a sociedade suportou. E, uma vez demonstrado o prejuízo, a reparação do dano sofrido deve ser integral, não é demais registrar" (CAMPINHO, op. cit. (2018), p. 294, versão eletrônica).

736 "Na hipótese em que o administrador procede dentro de suas atribuições ou poderes, mas com culpa ou dolo, a companhia estará obrigada a compor os correspondentes danos do ato irradiados. Com efeito, apesar da mácula que pende sobre a atuação do administrador, estará ele agindo como órgão da pessoa jurídica. O prejudicado, dessa forma, tem ação tanto contra a companhia quanto em face do administrador faltoso, podendo dirigir, inclusive, sua pretensão contra ambos no mesmo processo, que ocuparão, assim, em litisconsórcio o polo passivo da demanda (o litisconsórcio, no caso, é facultativo). Arcando a sociedade com os prejuízos, indenizando o lesado, fica-lhe reservado o direito de agir regressivamente contra o administrador responsável" (Ibidem, p. 295, versão eletrônica).

de responsabilidade civil.

Com efeito, os arts. 205 a 206-A do Código Civil estabelecem as regras gerais sobre prazos prescricionais em matéria cível. Segundo o art. 205, a prescrição ocorre em dez anos, exceto quando a lei estipular prazo menor. Entretanto, o art. 206, parágrafo terceiro, inciso V, do Código Civil estabelece que a pretensão de "reparação civil" prescreve em três anos.

Considerando a comentada diferença entre a responsabilidade civil contratual e extracontratual, questiona-se se ambas estariam abarcadas pela expressão "reparação civil". E a resposta a esse questionamento perpassa por discussões doutrinárias e mudanças de posicionamentos de Tribunais – por mais frustrante que isso possa parecer, tendo em vista a segurança jurídica esperada de regras tão elementares quanto as concernentes à prescrição.

Não é do escopo deste trabalho descrever em detalhes a referida controvérsia, nem adentrar o mérito dos argumentos utilizados nessas discussões. Contudo, deve ser traçado breve panorama a fim de que se possa concluir qual o prazo prescricional para que seja exigida reparação em face do administrador e/ou gestor do fundo de investimento.

Nesse sentido, não há dúvidas de que à responsabilidade civil aquiliana aplica-se o prazo prescricional de três anos previsto no art. 206, parágrafo terceiro, inciso V, do Código Civil. As principais discussões, portanto, relacionam-se com a responsabilidade civil contratual, justamente a que interessa na relação entre os cotistas e os administradores e gestores de fundos de investimento.

Durante anos após a edição do Código Civil de 2002,[737] prevaleceu em sede doutrinária o entendimento segundo o qual o prazo trienal se aplicaria tanto às pretensões originadas de situações que se enquadram na responsabilidade civil extracontratual, quanto aos casos de responsabilidade contratual.[738] A robustez desse entendimento foi refletida no Enunciado nº 419 das Jornadas de Direito Civil do Conselho da Justiça Federal, aprovado em 2012, na V Jornada, nos termos do qual "o prazo prescricional de três anos para a pretensão de reparação civil aplica-se tanto à responsabilidade contratual quanto à responsabilidade extracontratual".[739]

Nessa esteira, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) possuía precedentes no sentido de que a expressão "reparação civil" constante do Código Civil de 2002 deveria ser interpretada

---

[737] O Código Civil de 1916 (Lei nº 3.071/1916) não previa prazo prescricional específico para pretensões de reparação civil.

[738] Sustentando a aplicação do prazo prescricional trienal tanto à responsabilidade civil contratual, quanto à extracontratual, cf. TEPEDINO, Gustavo. Prescrição aplicável à responsabilidade contratual: crônica de uma ilegalidade anunciada. *Revista Trimestral de Direito Civil*, Rio de Janeiro, v. 27, 2009, editorial.

[739] CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. *V Jornada de Direito Civil*. Brasília: Conselho da Justiça Federal, 2012. p. 71. Disponível em: https://www.cjf.jus.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-cej/vjornadadireitocivil2012.pdf. Acesso em: 13 ago. 2022.

para alcançar as responsabilidades contratual e extracontratual, aplicando-se o prazo prescricional trienal às pretensões relacionadas a ambas.[740]

Não obstante, esse entendimento não era unânime, nem pacífico. O mesmo STJ, em outras oportunidades, tinha se manifestado no sentido de que o prazo prescricional incidente sobre os casos de responsabilidade civil contratual deveria observar a regra geral do art. 205 do Código Civil, sendo, portanto, de dez anos.[741]

As divergências no âmbito das diferentes Turmas do STJ levaram o tema a ser apreciado pela Corte Especial, para que o Tribunal se posicionasse de forma definitiva. No paradigmático julgamento dos Embargos de Divergência no Recurso Especial nº 1.281.594/SP, entendeu o Relator, Min. Benedito Gonçalves, que, por força da operabilidade[742] que permearia o Código Civil, o prazo prescricional deveria ser o mesmo para ambas as origens da responsabilidade civil, fixado em 3 anos por força de seu art. 206, parágrafo terceiro, inciso V. Ressaltou que este seria o mesmo prazo prescricional das pretensões de ressarcimento relacionadas ao enriquecimento ilícito e que, portanto, teria sido objetivo do legislador padronizar as regras de prescrição para os casos em que há pretensão de "receber em pecúnia o montante equivalente ao dano sofrido".[743]

Entretanto, não prevaleceu esse entendimento. Em voto divergente, o Min. Felix Fischer discordou da tese do Relator, ressaltando que o prazo de prescrição trienal se restringiria à pretensão de reparar danos decorrentes do ato ilício extracontratual. A divergência foi acompanhada pela maioria da Corte Especial.

Como razões de decidir, afirmou principalmente que (a) a expressão "reparação civil" só seria repetida no Título do Código Civil que trata da responsabilidade aquiliana, de forma

---

[740] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.281.594/SP. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Data de julgamento: 22 nov. 2016. DJe. de: 28 nov. 2016; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.632.842/RS. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Brasília. Data de julgamento: 12 set. 2017. DJe. de: 15 set. 2017.

[741] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1.516.891/RS. Relator: Min. Humberto Martins. Brasília. Data de julgamento: 28 abr. 2015. DJe. de: 6 maio 2015; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Primeira Turma. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.112.357/SP. Relator: Min. Sergio Kukina. Brasília. Data de julgamento: 14 jun. 2016. DJe. de: 23 jun. 2016; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Embargos de Divergência no Recurso Especial nº 1.280.825/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 27 jun. 2018. DJe. de: 2 ago. 2018.

[742] Sobre a operabilidade, vale mencionar as palavras do Prof. Miguel Reale que também são mencionadas pelo Relator nos Embargos de Divergência no Recurso Especial nº 1.281.594/SP: "A operabilidade - Muito importante foi a decisão tomada no sentido de estabelecer soluções normativas de modo a facilitar sua interpretação e aplicação pelo operador do direito" (REALE, Miguel. Visão geral do novo Código Civil. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, v. 9, p. 9-17, jan./mar. 2002. p. 4 (versão eletrônica).

[743] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Corte Especial. Embargos de Divergência no Recurso Especial nº 1.281.594/SP. Relator: Min. Benedito Gonçalves. Brasília. Data de julgamento: 15 maio 2019. DJe. de: 23 maio 2019.

que uma interpretação sistemática do diploma levaria à conclusão que o legislador, no art. 206, parágrafo terceiro, inciso V, quis se referir apenas àquela modalidade de dano; e (b) o prazo prescricional relativo à pretensão de reparação de danos provenientes de relação contratual deveria ser o mesmo daquele para se exigir a execução específica da obrigação contratual descumprida (dez anos), posto que o dever de indenizar assumiria caráter acessório ao cumprimento do contrato.[744]

O precedente da Corte Especial do STJ não encerrou as discussões doutrinárias sobre o tema.[745] Também não se quer afirmar aqui que o entendimento adotado pelo Tribunal foi o mais apropriado. Não obstante, fato é que, ao menos por hora, o posicionamento do STJ acerca do prazo prescricional da pretensão de obter reparação por danos sofridos é no sentido de que (a) tal prazo será de três anos caso a responsabilidade civil seja extracontratual; e, por sua vez, (b) será de dez anos quando os danos decorrerem de violação de contrato.

Por isso, em se tratando de pretensão pelo ressarcimento de danos causados pelo administrador ou pelo gestor ao patrimônio do fundo de investimento, deve ser observado o prazo prescricional decenal para exercício da pretensão de ressarcimento. Ao menos até uma eventual revisão de seu entendimento por parte do STJ.

Vale ressaltar que ainda não se têm notícias de decisões proferidas por colegiados do STJ sobre o tema da prescrição em casos de responsabilidade civil envolvendo fundos de investimento.

Contudo, em 24 de novembro de 2021, foi proferida decisão monocrática pela Min. Nancy Andrighi, que reformou acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo para aplicar o prazo decenal em ação de reparação de danos promovida por cotista em face de administrador e gestor de fundo de investimento.[746] Tal decisão, embora não constitua precedente, pode ser um indicativo do posicionamento que será adotado pelo STJ em outras ações dessa espécie, à luz de sua própria jurisprudência.[747]

---

[744] Ibidem (voto do Min. Felix Fischer).

[745] Nesse sentido, confira-se o seguinte artigo de opinião do Prof. Anderson Schreiber e de Rafael Mansur de Oliveira, no qual, um mês antes do julgamento dos Embargos de Divergência no Recurso Especial nº 1.281.594/SP, alertava-se para a necessidade de reflexão crítica sobre a aplicação do prazo decenal: SCHREIBER, Anderson; OLIVEIRA, Rafael Mansur de. O entendimento do STJ sobre a prescrição trienal da responsabilidade contratual. *Revista Consultor Jurídico*, São Paulo, 21 abr. 2019. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2019-abr-21/opiniao-prescricao-trienal-responsabilidade-contratual. Acesso em: 13 ago. 2022.

[746] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Decisão Monocrática. Agravo em Recurso Especial nº 1.970.187/SP. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data da decisão: 24 nov. 2021. DJe. de: 26 nov. 2021.

[747] Sobre a possibilidade de aplicação, aos casos envolvendo cotistas e administradores ou gestores de fundos de investimento, do prazo prescricional trienal para pretensões em face de administradores de sociedades (art.

Tão importante quanto a definição do prazo prescricional é a fixação de seu termo inicial. Mais uma vez sem qualquer pretensão de descer a detalhes em tema tão rico e discutido, cabe alinhar-se ao entendimento segundo o qual a teoria da *actio nata* com viés subjetivo é a mais justa para fins de definição do momento a partir do qual passa a correr o prazo prescricional.[748] Tal momento corresponde não ao da violação do direito, mas sim ao conhecimento, pelo titular de tal direito, da violação ou lesão.[749]

Esse entendimento está em linha com o posicionamento do STJ em precedentes sobre a pretensão de reparação de danos originados de relações contratuais. Para o Tribunal, adotando-se a teoria da *actio nata*, tem-se que o início do prazo prescricional "não se dá necessariamente no momento em que ocorre a lesão ao direito, mas sim quando o titular do direito subjetivo violado obtém plena ciência da lesão e de toda a sua extensão".[750]

Em relações de natureza contratual, via de regra, o termo inicial do prazo para exercício de pretensão ressarcitória equivalerá à data em que os cotistas tomaram ciência do descumprimento, por parte do administrador ou gestor do fundo de investimento, da obrigação contratual.

Importante notar que, na maior parte dos casos, os danos causados ao patrimônio do fundo decorrerão de violação de obrigações constantes do regulamento ou da regulamentação que não possuem uma data ou prazo específico para serem cumpridas. Exemplificativamente, cumprir a política de investimentos e agir com diligência e lealdade são obrigações continuamente impostas ao administrador e ao gestor do fundo de investimento enquanto vigorar suas

---

206, parágrafo terceiro, inciso VII, alínea b, do Código Civil), vale citar as palavras de Lucas Hermeto e Antonio Tiburcio: "a aplicação do prazo de dez anos parece consistente com o fato de que fundos de investimento não possuem natureza jurídica de sociedade. Esse ponto foi, durante anos, objeto de amplo debate acadêmico: apesar de as legislações mais antigas e a regulação da CVM sempre se referirem aos fundos de investimento como 'condomínio', os doutrinadores se dividiam entre os que afirmavam a natureza condominial e os que se inclinavam pela natureza societária. No entanto, a Lei da Liberdade Econômica inseriu no Código Civil a referência de que fundos de investimento constituiriam modalidade especial de 'condomínio', ao mesmo tempo em que afirmou expressamente que eles não se sujeitam às regras gerais do instituto do condomínio (artigo 1.368-C, §1º). Assim, a única conclusão razoável que se extrai da menção legal de que fundos possuem natureza de condomínio – mas não se submetem às regras do condomínio – é que a vontade do legislador foi encerrar definitivamente aquele debate e afastar, dos fundos de investimento, a aplicação da legislação societária" (HERMETO, Lucas; TIBURCIO, Antonio Augusto. Fundos de Investimento e Tribunais. *Revista Consultor Jurídico*, São Paulo, 8 ago. 2022. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2022-ago-08/hermetoe-tiburcio-fundos-investimento-tribunais. Acesso em: 13 ago. 2022).

748 TARTUCE, Flávio. *Manual de Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 1034.

749 FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. *Curso de Direito Civil:* parte geral e LINDB. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2015. v. 1, p. 622.

750 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial nº 1.500.181/SP. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Data de julgamento: 22 jun. 2021. DJe. de: 25 jun. 2021; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial nº 639.598/SP. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 13 dez. 2016. DJe. de: 3 fev. 2017.

relações contratuais com os cotistas.[751]

Daí a perfeita aplicação da teoria da *actio nata* com viés subjetivo, de forma que o prazo prescricional de exercício da pretensão de ressarcimento junto ao administrador ou a gestor do fundo de investimento se inicia quando os cotistas tiverem conhecimento do descumprimento de disposições do regulamento do fundo ou, ainda, das normas regulamentares que devam ser observadas na relação contratual.

Em linha com essa premissa, é necessário que se dê concretude ao termo inicial do prazo prescricional da pretensão de ressarcimento para esses casos em que as obrigações violadas não possuem prazo específico de cumprimento. Do contrário a referida pretensão ressarcitória poderia se estender demasiadamente, até períodos muito distantes da data em que efetivamente ocorreu a violação que deu causa a determinado dano – especialmente considerando o extenso prazo prescricional de 10 anos.

Sobre esse particular, não parece razoável que o ordenamento jurídico tutele os cotistas que, mesmo tendo à sua disposição os documentos decorrentes do robusto regime informacional previsto na legislação aplicável aos fundos de investimento, ignorem as informações disponibilizadas que poderiam indicar a ocorrência do dano. Raciocínio diverso poderia levar à perpetuidade o termo inicial do prazo prescricional em análise.

Nesse sentido, a realização da assembleia de cotistas na qual são deliberadas as demonstrações contábeis do fundo de investimento – as quais, recorde-se, devem ser necessariamente auditadas por auditores independentes – parece servir de parâmetro para o termo inicial do prazo prescricional relativo aos fatos ocorridos no exercício contábil aos quais as demonstrações se referem.

Inclusive, critério semelhante foi adotado para as sociedades anônimas, em relação às quais o prazo prescricional da pretensão de responsabilizar seus administradores tem como termo inicial a data da publicação da ata que aprovar as demonstrações financeiras relativas ao exercício social no qual as violações tenham ocorrido.[752]

No caso dos fundos de investimento, como não há obrigatoriedade de publicação das

---

[751] Dificilmente um cotista sofrerá danos porque, por exemplo, o administrador deixou de disponibilizar determinado documento relativo ao fundo na data a que estava obrigado a tanto nos termos da regulamentação. A maior parte dos casos que resultaram em medidas para ressarcimento de danos incorridos por cotistas em face dos prestadores de serviços essenciais decorre do descumprimento de obrigações a eles impostas de forma permanente, enquanto perdurar a relação contratual.

[752] Art. 287 da Lei nº 6.404/1976: "Prescreve: [...] II – em 3 (três) anos: [...] b) a ação contra os fundadores, acionistas, administradores, liquidantes, fiscais ou sociedade de comando, para deles haver reparação civil por atos culposos ou dolosos, no caso de violação da lei, do estatuto ou da convenção de grupo, contado o prazo: [...] 2 - para os acionistas, administradores, fiscais e sociedades de comando, da data da publicação da ata que aprovar o balanço referente ao exercício em que a violação tenha ocorrido; [...]"

atas das assembleias, o marco equivalente corresponderia à disponibilização, aos cotistas, do resumo das decisões tomadas na assembleia que deliberar as demonstrações contábeis.[753]

O referido termo inicial, por certo, deve ser avaliado à luz das especificidades de cada caso concreto. Exemplificativamente, em tendo sido as próprias demonstrações contábeis fraudadas – a ponto de a fraude sequer ter sido identificada pelos auditores independentes –, o prazo prescricional não deverá contar da assembleia que as aprovou, mas da data de conhecimento da fraude em questão.

[753] Art. 79 da Resolução CVM nº 175/2022: "O resumo das decisões da assembleia de cotistas deve ser disponibilizado aos cotistas da respectiva classe de cotas no prazo de até 30 (trinta) dias após a data de realização da assembleia".

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve por objetivo central investigar e apresentar os elementos e parâmetros que compõem o regime da responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos causados ao fundo de investimento. A fim de alcançar esse objetivo, o trabalho foi dividido em três Seções.

Na primeira Seção, pretendeu-se traçar panorama sobre os principais aspectos do regime jurídico dos fundos de investimento no Brasil. Sem prejuízo da necessária exposição dos mais relevantes conceitos relativos aos fundos, a maior parte da Seção 1 foi direcionada ao estudo das figuras do cotista, do administrador e do gestor.

O *cotista* consiste na pessoa, natural ou jurídica, que decide investir parte de seus recursos pessoais em fundo de investimento e, para tanto, subscreve ou adquire cotas representativas do patrimônio daquele fundo e adere ao seu regulamento.

Restou estabelecida a premissa de que todo investidor que opta por adquirir ou subscrever cotas de fundos deve, em primeiro lugar, ter ciência de que tal investimento está sujeito a riscos (como riscos de mercado, de crédito, de liquidez, operacionais e legais, dentre outros). Tais riscos podem ser maiores ou menores, a depender da categoria, do tipo e da política de investimentos do fundo. Adicionalmente, a materialização dos riscos pode levar à perda de todo o valor investido pelo cotista; ou, a depender do regime de responsabilidade adotado pelo fundo, de montante superior ao investido.

Verificou-se que, nos fundos, quem assume os riscos relacionados ao investimento em si é o investidor; não o administrador, nem o gestor. Os prestadores de serviços essenciais assumem somente riscos relacionados ao desempenho de suas atividades profissionais (mas não os inerentes ao ato de investir).

Outro aspecto importante diz respeito à natureza jurídica e à capacidade negocial e processual dos fundos de investimento. A despeito das críticas, constatou-se que o legislador se alinhou à teoria condominial sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, definindo estes como "condomínios de natureza especial". Nesse contexto, concluiu-se que os fundos não possuem personalidade jurídica, devendo ser a eles conferida a disciplina dos entes despersonificados. Assim, o "fundo de investimento" não é sujeito de direito, servindo as referências a tal ente apenas para denotar disciplina jurídica que transcende a relação individual de titularidade.

O sujeito de direito, no caso dos fundos, é a coletividade determinável e dinâmica de cotistas que o compõem. Por essa razão, a capacidade negocial e processual atribuída "ao

fundo" é exercida tendo como sujeito de direito a referida coletividade de cotistas, representada pelos prestadores de serviços essenciais.

Cada cotista, por sua vez, é titular de cotas nas quais o patrimônio comum é dividido. Tais cotas consistem em bens que, como quaisquer outros, integram o patrimônio pessoal dos cotistas.

A titularidade sobre as cotas confere aos cotistas direitos e obrigações no âmbito dos fundos de investimento. Os direitos podem ser tanto de natureza patrimonial (com destaque para o de participar de eventuais distribuições de resultados, amortizações ou resgates do fundo de investimento), quanto política (como aqueles de participar das assembleias de cotistas). Por outro lado, as cotas não conferem aos cotistas direitos sobre bens ou recursos específicos da carteira do fundo de investimento; mas somente sobre uma fração ideal da massa de bens sobre a qual existe o condomínio.

Os cotistas dos fundos de investimento podem ser categorizados, quanto à sua sofisticação, em investidores profissionais, investidores qualificados e público em geral. A conceituação como investidor qualificado ou profissional diferencia do público em geral um grupo de investidores com maior capacidade técnica e/ou financeira, habituados a realizar investimentos nos mercados financeiro e de capitais e dotados de uma expertise e estrutura que lhes permite avaliar corretamente os riscos dos investimentos que realizam.

Adicionalmente, a despeito de a regulamentação dos fundos de investimento no Brasil partir de uma premissa de coletividade de cotistas, a existência de fundos compostos por um único cotista, ou por um grupo de cotistas alinhados por vínculos específicos, é uma realidade. São os denominados "fundos exclusivos".

O *administrador*, por sua vez, tem poderes para praticar os atos necessários à administração do fundo de investimento. Já o *gestor* deve promover a gestão profissional dos ativos integrantes da carteira do fundo, observada a regulamentação em vigor, o regulamento e a política de investimento.

Durante muitas décadas e até recentemente, a regulamentação atribuía o protagonismo nos fundos de investimento exclusivamente ao administrador, tratando o gestor como um personagem eventual e secundário, que poderia ser contratado, ou não, pelo administrador, em nome do fundo. Por essa razão, conferia ao administrador ampla obrigação de fiscalizar atividades desempenhadas por outros prestadores de serviços do fundo de investimento – inclusive o gestor –, bem como de assumir responsabilidade solidária com tais agentes perante os cotistas.

Conforme estudado, essa lógica regulatória era considerada, há algum tempo, uma distorção das práticas de mercado. A partir da disseminação da prática de separação da gestão da

carteira – que passou a ser exercida por agentes especializados – das demais atividades relacionadas à administração dos fundos de investimento, deixou de fazer sentido a estratégia regulatória de colocar o administrador como principal centro de imputação de responsabilidades. Da mesma forma, continuar tratando o gestor como um mero prestador de serviços eventual parecia incompatível com a relevância do seu papel e a essencialidade das atividades por ele desempenhadas para os fundos.

A par dessas críticas, com a edição da Resolução CVM nº 175/2022, o protagonismo nos fundos de investimento passa a ser compartilhado entre o administrador e o gestor, referidos, conjuntamente, como "prestadores de serviços essenciais". Foi aprimorada a repartição de responsabilidades de cada prestador de serviço; bem como eliminadas as obrigações de fiscalização, pelo administrador, das atividades do gestor.

A vinculação entre cotistas, de um lado, e administrador e gestor do fundo de investimento, de outro lado, caracteriza-se como uma relação de confiança, atraindo-se naturalmente os deveres fiduciários que regem relações desse tipo.

Um dos principais deveres fiduciários consiste no de diligência, usualmente descrito como um padrão de conduta (um *standard*) a ser observado e perseguido pelo agente a ele submetido, que serve como referência para avaliação de sua gestão. A verificação da diligência mais se relaciona com a adequação dos procedimentos decisórios e de monitoramento do que propriamente com o mérito ou resultado da decisão negocial ou, ainda, com a efetiva identificação da conduta contrária à legislação ou ao regulamento.

Outro dever fiduciário relevante é o de lealdade, que exige que o agente, no exercício da função fiduciária a ele atribuída, priorize os interesses legítimos daqueles que lhe confiaram tal função (e, consequentemente, não se omita ou pratique atos que sejam contrários a tais interesses ou, ainda, que coloquem interesses particulares do fiduciário a frente dos interesses dos fiduciantes). Como corolário do dever de lealdade há o dever de informar, que assume importância ímpar no âmbito dos fundos de investimento.

Para além dos deveres fiduciários, as atribuições e obrigações do administrador e do gestor do fundo de investimento consistem naquelas previstas no regulamento de cada fundo, na regulamentação da CVM e, se for o caso, na autorregulação.

Encerrou-se a Seção 1 fazendo breves considerações sobre outros prestadores que podem atuar na estrutura dos fundos de investimento. Sem prejuízo das demais, destacou-se a atividade de distribuição de cotas de fundo de investimento, que pode ser desempenhada por terceiro ou, ainda, pelo administrador ou pelo gestor do próprio fundo (embora seja importante reiterar a ressalva no sentido de que a atividade de distribuição de cotas não se confunde com

a de administração ou gestão de fundos de investimento, ainda que possam ser desempenhadas pelo mesmo agente).

Fixados os principais aspectos do tratamento legislativo dos fundos de investimento, a Seção 2 teve por objetivo avaliar a aplicabilidade do Direito do Consumidor às relações jurídicas entre cotistas de fundos e seus administradores e gestores.

Tal avaliação se iniciou com a revisão de precedentes do STJ sobre o tema, tendo-se extraído as seguintes constatações: (a) houve efetiva construção de jurisprudência naquele Tribunal Superior no sentido de aplicar o CDC às relações entre cotistas e administradores ou gestores de fundos de investimento; (b) o principal fundamento para a referida aplicação do CDC decorre do fato de que, nos casos analisados, os administradores dos fundos de investimento eram instituições financeiras, tendo sido aplicado, sem maiores reflexões, o Enunciado nº 297 da Súmula do STJ; (c) permanecem, há mais de uma década, interpretações que confundem a atividade de efetiva administração ou gestão do fundo e o ato de oferecer esse produto de investimento aos clientes de instituição bancária; e (d) apesar de tentativas nesse sentido, não foram fixados os elementos que devem ser levados em consideração na apuração da responsabilidade, existindo divergências quanto a aspectos relevantes da matéria (tais como a necessidade de verificação da experiência do investidor e conceitos como o de má-gestão, fraude e violação do dever de informar o investidor).

A partir desse levantamento, foram criticados os fundamentos da jurisprudência do STJ, ressaltando-se, principalmente, que: (a) administradores de carteira não necessariamente são instituições financeiras, do que resulta ser inadequada a aplicação indiscriminada do Enunciado nº 297 da Súmula do Tribunal a tais agentes; (b) o STJ confunde as funções efetivamente desempenhadas pelos administradores e gestores de fundos com atividades de outros agentes (como o distribuidor ou a instituição bancária que oferece produtos de investimentos aos seus correntistas); (c) a expertise e sofisticação do cotista-investidor, no caso concreto, é avaliada de forma atécnica (sem referência à regulamentação da CVM) e, por vezes, desconsiderada; e (d) a referência às "operações arriscadas" como espécies de "má-gestão" parece inadequada no âmbito de um instituto que tem a assunção de riscos pelo investidor como elemento a ele inerente.

Constatou-se, ainda, a ausência de verificação, nos referidos precedentes, do enquadramento dos cotistas do fundo de investimento no conceito legal de consumidor; e do administrador e do gestor no conceito legal de fornecedor. Tal análise deveria ser o ponto de partida da apreciação do tema.

Sobre o conceito legal de consumidor, tem-se que a doutrina e a jurisprudência adotam,

de forma pacífica, a chamada teoria finalista aprofundada, segundo a qual o consumidor deve ser o destinatário fático e econômico do produto ou serviço obtido junto ao fornecedor, requisito que deve ser ponderado, no caso concreto, à vista da vulnerabilidade de um dos polos da relação em comparação com outro.

A partir dessa constatação, verificou-se, inicialmente, que a atividade de investir não se confunde com a de consumir. Quando se trata da subscrição ou aquisição de cotas de fundos de investimento, está-se diante de um ato de investimento; não de consumo. Nesse sentido, o cotista de fundo de investimento estabelece relações jurídicas com intuito de lucro, o que, à luz da teoria finalista, descaracteriza o conceito de consumidor.

Adicionalmente, concluiu-se que a eventual posição de vulnerabilidade que atrairia o regime do CDC é afastada em razão de características próprias do regime aplicável ao investidor do mercado de valores mobiliários.

Tal afirmativa foi comprovada principalmente a partir de três linhas argumentativas: (a) a existência de um arcabouço regulatório destinado à proteção do investidor, especialmente sob o ponto de vista informacional (o qual se entende que é mais completo e compatível com as especificidades do mercado de valores mobiliários do que o CDC); (b) o objetivo da CVM de impedir que o investidor realize investimentos incompatíveis com seu perfil, capacidade financeira e noção de riscos (*suitability*); e (c) as prerrogativas que os cotistas dos fundos de investimento detêm em face do administrador e do gestor.

Com efeito, não se identificou efetiva contribuição do Direito do Consumidor para a proteção do cotista de fundo de investimento sob o aspecto informacional, tendo em vista a legislação setorial regular, com muito mais riquezas de detalhes, o direito à informação do investidor.

Por outro lado, aplicar o CDC teria o inconveniente de se atrair para uma relação formada no mercado de valores mobiliários institutos incompatíveis e desarrazoados, que fazem apenas aumentar a insegurança jurídica dos participantes de tais relações (valendo destacar, dentre tais institutos, a apuração objetiva de responsabilidade dos fornecedores perante os consumidores e a imposição de solidariedade entre todos os integrantes da "cadeia de fornecimento").

Assim, pelas razões detalhadamente expostas na Seção 2 e acima resumidas, concluiu-se que o cotista de fundo de investimento não se enquadra no conceito de consumidor previsto no CDC.

A seu turno, o art. 3º do CDC possui conceito propositalmente amplo e genérico de fornecedor, justamente no intuito de abarcar o maior número possível de agentes. Esse conceito

é complementado pelas definições igualmente abrangentes de produto e serviço constantes do Código.

De todo modo, conforme estudado, as definições de consumidor e fornecedor são relacionais, do que se extrai que, para que um agente seja considerado consumidor em um dos polos da relação, deve existir um fornecedor no outro polo, e vice-versa. Assim, considerando que o cotista do fundo de investimento não se enquadra no conceito de consumidor previsto no CDC; consequentemente inexistirá fornecedor no outro polo dessa relação jurídica.

Adicionalmente, o parágrafo segundo do art. 3º do CDC, ao conceituar serviços, faz referência à sua prestação no âmbito do "mercado de consumo". Contudo, a relação entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais do fundo de investimento não se dá no "mercado de consumo", mas sim no "mercado de valores mobiliários", uma vez que os cotistas estão realizando um ato de investir; não de consumir.

Concluiu-se, portanto, que o CDC não deve ser aplicado às relações entre cotistas e prestadores de serviços essenciais, independentemente de o fundo de investimento em questão ser formado por recursos de investidores qualificados, profissionais e/ou público em geral ("de varejo").

Partindo-se das conclusões alcançadas na Seção 2, a última Seção deste trabalho pretendeu delimitar o regime da responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento, a partir da sistematização de seus elementos e parâmetros.

No que diz respeito à relação entre os sujeitos envolvidos, constatou-se que os vínculos estabelecidos entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais são de natureza contratual, formados a partir da adesão ao regulamento do fundo, o qual – complementado pelas normas da CVM – contemplará as disposições que regem as relações contratuais em questão. Em razão desses vínculos contratuais preexistentes, tem-se que a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento também é de natureza contratual.

Pouco importa, para fins dessa classificação, que a obrigação violada pelo administrador ou pelo gestor do fundo esteja, ou não, prevista no regulamento do fundo de investimento. Deve ser considerada contratual a responsabilidade decorrente tanto da violação do regulamento; quanto da violação da legislação pertinente à atividade desempenhada pelos administradores e gestores dos fundos de investimento.

Quanto à natureza das obrigações, há que se ter cautela para não incidir no recorrente erro de se afirmar que as obrigações do administrador e do gestor do fundo de investimento seriam sempre de meio. Na verdade, conforme se verificou, as obrigações dos referidos agentes

podem ser tanto de meio, quanto de resultado.

Sem prejuízo dessa constatação, tem-se que a efetiva implementação da política de investimentos do fundo, por meio da gestão dos recursos financeiros que integram sua carteira – que é a principal obrigação do gestor do fundo –, deve ser considerada de meio. Também podem ser apontadas como obrigações de meio o cumprimento dos deveres de diligência, lealdade e fiscalização.

Por outro lado, qualquer obrigação originalmente de meio poderá se tornar de resultado quando for criado nos cotistas a legítima expectativa de que determinado resultado será alcançado, como nos casos em que o administrador ou o gestor assegurar ou sugerir a existência de rentabilidade futura ou isenção de risco (conduta que, ainda que vedada pela legislação, pode ocorrer na prática).

Já no tocante à forma de aferição, nem o Código Civil, nem a Lei da Liberdade Econômica, nem, enfim, qualquer outro diploma legal, preveem expressamente como a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais deve ser aferida. Disso decorre a necessária conclusão de que se aplicam à espécie as regras gerais de responsabilidade civil do Código Civil.

Constatou-se que, sendo inaplicáveis as disposições do CDC, inexistindo disposição legal expressa pela responsabilidade objetiva e, ainda, não sendo caso de se aplicar a cláusula geral de responsabilidade objetiva do Código Civil (uma vez que as atividades desempenhadas pelo administrador e pelo gestor de fundos não se enquadrariam dentre aquelas que implicam a geração dos riscos a que se refere o art. 927 do Código), a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais por danos causados ao patrimônio do fundo de investimento deve ser aferida de forma subjetiva, sendo necessária a demonstração de ato ou omissão doloso ou culposo praticado por tais agentes – além da ocorrência de dano e do nexo de causalidade.

Essa conclusão deve ser entendida como uma regra geral que pode ser modificada pela vontade das partes envolvidas. Isso porque o inciso II do art. 1.368-D do Código Civil permite que o regulamento fixe os "parâmetros de aferição" da responsabilidade dos prestadores de serviços do fundo de investimento. Diante disso, tem-se que o regulamento poderá prever, no exercício da autonomia da vontade das partes contratantes, que tal responsabilidade seja apurada objetivamente.

Seguindo nessa perspectiva, verificou-se que, em razão dos riscos inerentes à atividade de investir (assumidos pelos cotistas, e não pelos prestadores essenciais) é possível que os investidores sofram variações e até perdas patrimoniais, o que representaria um dano. Todavia, se os prestadores de serviços essenciais tiverem agido de acordo com o regulamento do fundo

e a legislação em vigor, esse dano não será elegível à reparação, visto não decorrer de conduta antijurídica.

Assim, os prestadores de serviços essenciais não podem ser responsabilizados pelo insucesso do investimento decorrente dos riscos inerentes ao investimento realizado. Responderão, contudo, quando agirem com culpa ou dolo no exercício de suas atribuições, nas hipóteses em que for constatada ocorrência de má-gestão (caracterizada pela violação ao regulamento ou à regulamentação em vigor, especialmente à política de investimentos do fundo), prática de atos fraudulentos, violação da obrigação de informar os cotistas ou promessa de rentabilidade descumprida.

Ainda no escopo da forma de aferição da responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais, reservou-se uma palavra às hipóteses nas quais há participação dos cotistas na estratégia de investimento. Tal participação deve necessariamente ser levada em consideração no estabelecimento do nexo de causalidade entre a conduta do gestor e o alegado evento danoso.

Assim, quando os cotistas participam da gestão do fundo, influenciando ou tomando decisões de investimento ou desinvestimento, deve o gestor adotar as medidas e cautelas adequadas para, em cumprimento aos seus deveres fiduciários, se certificar de que tais investidores estão devidamente informados (observado o grau de sofisticação dos cotistas em questão) e têm ciência dos riscos relacionados às decisões de investimento tomadas.

Observados os deveres fiduciários dos prestadores essenciais, certo é que, ao se aferir a responsabilidade civil, não podem os cotistas que interferiram na discricionariedade do gestor requerem responsabilizá-lo no caso de insucesso de decisões ou estratégias por eles formuladas ou das quais participaram. Esse entendimento tem amparo no rompimento ou atenuação da causalidade ocasionado pelo fato (exclusivo ou concorrente) da vítima; e na vedação ao *venire contra factum proprium*.

A delimitação do regime de responsabilidade civil dos administradores e dos gestores não poderia ignorar o sempre discutido tema da solidariedade entre tais agentes e, ainda, entre eles e outros prestadores de serviço contratados em nome do fundo de investimento.

Como analisado, essa questão foi objeto de recentes e relevantes alterações legislativas e regulatórias. Com efeito, a partir da entrada em vigor da Resolução CVM nº 175/2022, inexistirá norma regulatória que exija a estipulação de cláusula de solidariedade entre o administrador e o gestor por danos causados ao cotista do fundo de investimento; bem como entre os prestadores de serviços essenciais e os terceiros por eles respectivamente contratados em nome do fundo.

Deve-se ter em mente, ainda sobre esse tema, que o novo regime aumenta o risco de o

patrimônio do fundo de investimento não ser reparado por danos decorrentes de atos ou omissões de determinado prestador de serviço (visto a responsabilidade ser adstrita ao efetivo causador do dano). Tal aspecto deve ser levado em consideração pelo cotista ao decidir investir em fundo cujo regulamento não preveja solidariedade entre prestadores de serviços.

Perquiriu-se, também, acerca da responsabilidade de prestadores de serviços essenciais por atos ou omissões de seus sucessores e predecessores, tendo-se concluindo que, como regra geral, a responsabilidade deve abarcar somente o período contratual em que cada prestador desempenha suas funções (ou seja, o predecessor não responde por ato do sucessor; e vice-versa). Contudo, tem o prestador essencial a obrigação, decorrente do dever de lealdade, de informar a assembleia geral de cotistas caso constate irregularidades relativas ao período de atuação de seu predecessor.

Finalmente, concluindo a Seção 3, foram abordados dois tópicos correlatos ao tema central desta pesquisa.

O primeiro deles consistiu na responsabilidade civil dos diretores responsáveis por determinadas funções. Verificou-se que, em caso de violação das obrigações contratuais assumidas, que gere dano ao patrimônio do fundo de investimento, a responsabilidade – como regra – recairá sobre a pessoa jurídica parte do contrato com os cotistas (i.e., sobre a administradora ou a gestora do fundo); e não sobre quaisquer membros de sua própria administração, sejam aqueles que representam a pessoa jurídica, sejam os diretores responsáveis pelas atividades das quais decorreram o dano.

Eventual pretensão de ressarcimento de danos causados ao patrimônio do fundo somente poderá ser direcionada aos membros da administração da gestora ou administradora de carteira (incluindo seus diretores responsáveis) na hipótese de se demonstrar estarem presentes os requisitos que autorizem a desconsideração da personalidade jurídica.

O segundo tema correlato consistiu na prescrição da pretensão de ressarcimento dos danos causados pelo administrador ou pelo gestor ao patrimônio do fundo. Nesse caso, constatou-se que, ao menos até uma eventual revisão do entendimento atual do STJ, deve ser observado o prazo prescricional decenal, por se tratar de hipótese de responsabilidade civil contratual.

Por todo o exposto neste trabalho e resumido nestas conclusões, espera-se ter alcançado o desafiador objetivo de investigar e apresentar os elementos e parâmetros que compõem o regime da responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos causados ao fundo de investimento.

Considerando o atual momento de mudança legislativa, oportuno para que

posicionamentos formados com base na legislação anterior sejam revisitados,[754] seria interessante se as conclusões alcançadas nesta pesquisa pudessem ser objeto de avaliação pelos Exmos. Srs. Ministros do STJ, no intuito de gerar reflexão acadêmica a respeito da jurisprudência do Tribunal sobre o tema.

Antes de encerrar esse trabalho, cabe reiterar o registro de que a matéria dos fundos de investimento – especialmente no que diz respeito ao regime de responsabilidade civil a eles aplicável – ainda possui uma série de aspectos a serem explorados. Este trabalho, por delimitação de escopo, avançou até as conclusões resumidas nesta Seção. Espera-se que tais conclusões possam servir como ponto de partida para outros pesquisadores que se aventurem a se aprofundar no tema.

Inclusive, ficam duas sugestões de assuntos que surgiram ao longo da elaboração desta dissertação, mas que deixaram de ser explorados, por terem sido considerados complexos e merecedores de pesquisas dedicadas: (a) a questão da legitimidade processual para pleitear indenização em face do administrador ou do gestor (se pertence a cada cotista prejudicado, individualmente; ou se pertencente ao fundo de investimento, no exercício de sua capacidade processual); e (b) a questão da repartição do ônus da prova em eventuais pretensões indenizatórias em face dos prestadores de serviços essenciais (que ganha complexidade ao se constatar que a responsabilidade em tela é de natureza contratual; mas que o administrador e o gestor estão sujeitos ao dever fiduciário de diligência – que abrange a manutenção de registros sobre as funções desempenhadas).

---

[754] No Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020, relativo à audiência pública que precedeu a edição da Resolução CVM nº 175/2022, a CVM ressaltou a oportunidade de que, após a entrada em vigor da Lei da Liberdade Econômica e da Resolução CVM nº 175/2022, a doutrina e a jurisprudência sobre responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais sejam revisitadas: "Ademais, é razoável esperar que a doutrina e a jurisprudência sejam modernizadas a partir da LLE e dessa nova regulamentação de fundos" (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 27 dez. 2022).

REFERÊNCIAS

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009.

AGUIAR, Ruy Rosado de. Aspectos dos Fundos de Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luís Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Orgs.). *Estudos Jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012.

ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 66, p. 223-271, 1971.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. *Código de Administração de Recursos de Terceiros*. São Paulo, 16 dez. 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm#:~:text=O%20c%C3%B3digo%20estabelece%20princ%C3%ADpios%20e,melhores%20pr%C3%A1ticas%20para%20a%20atividade. Acesso em: 23 jul. 2022.

_____. *Código de Distribuição de Produtos de Investimento*. São Paulo, 5 jan. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/distribuicao-de-produtos-de-investimento.htm. Acesso em: 21 ago. 2022.

_____. *Código de Serviços Qualificados*. São Paulo, 1 jul. 2021. Disponível https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/servicos-qualificados.htm. Acesso em: 21 ago. 2022.

_____. *Consolidado Histórico de Fundos de Investimento – Março/2022*. São Paulo, 26 abr. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em 2 maio 2022.

ANDRADE, Rafael. Além da (quase) obsessão pela natureza jurídica: discussões atuais sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 23, n. 88, p. 179-204, abr./jun. 2020.

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

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

BANDEIRA, Paula Greco. A evolução do conceito de culpa e o artigo 944 do Código Civil. *Revista da EMERJ*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 42, p. 227-249, 2008.

BATISTA, Carlos Henrique. A aplicação do Código de Defesa do Consumidor na proteção dos investidores de fundos de investimento, de acordo com a jurisprudência do STJ. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 19, n. 74, p. 137-160, out./dez. 2016.

BBC NEWS. O golpe de US$ 65 bilhões que quebrou investidores e levou à prisão Bernie

Madoff, morto aos 82 anos. *BBC News Brasil*, São Paulo, 14 abr. 2021. Disponível em: https://www.bbc.com/portuguese/internacional-56752040. Acesso em: 10 jul. 2022.

BENJAMIN, Antonio Herman V. Fato do Produto e do Serviço. In: BENJAMIN, Antonio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

BERNARDO, Daniel Walter Maeda; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Notas sobre os fundos de investimento à luz da Lei da Liberdade Econômica. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

BESSA, Leonardo Roscoe. Ação Coletiva. In: BENJAMIN, Antonio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

BITTAR, Carlos Alberto. *Direitos do Consumidor:* Código de Defesa do Consumidor. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

BODIN DE MORAES, Maria Celina. Risco, Solidariedade e Responsabilidade Objetiva. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 854, p. 11-37, dez. 2006.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/295. Relator: Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 7 maio 2019.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 05/2012. Relator: Dir. Gustavo Machado Gonzalez. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 3 dez. 2019.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/12201. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 4 ago. 2015.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2014/12081. Relator: Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 18 jun. 2019.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 21/2010. Relator: Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 15 out. 2019.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/6987. Relatora: Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 13 ago. 2013.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8542. Rio de Janeiro. Relator: Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Data de julgamento: 29 ago. 2006.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 07/2012. Relator: Dir. Gustavo Tavares Borba. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 6 mar. 2018.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3161. Relatora: Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 10 nov. 2020.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2019/1400. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 17 dez. 2019.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/2006. Relator: Dir. Otávio Yazbek. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 18 fev. 2013.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12087. Relator: Dir. Pablo Renteria. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 24 jul. 2018.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2010/9129. Relator: Dir. Otavio Yazbek. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 9 ago. 2011.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 08/2004. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 6 dez. 2012.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/8116. Relator: Dir. Gustavo Borba. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 30 maio 2017.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 06/2003. Relatora: Dir. Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 14 set. 2005.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/8010. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 21 jul. 2015.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 27 jan. 2015.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10290. Relator: Dir. Henrique Machado. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 13 jun. 2017.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/5928. Relator: Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 14 abr. 2007.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/9245. Relator: Pres. Marcelo Trindade. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 16 jan. 2007.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.003922/2020-50. Relatora: Dir. Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 26 abr. 2022.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.009118/2019-41. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 24 maio 2022.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.002528/2020-02. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 21 dez. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 15/2008. Relatora: Dir. Luciana Dias. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 28 fev. 2012.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 19957.001921/2020-71. Relator: Pres. Marcelo Barbosa. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 8 nov. 2022. Voto-vista do Dir. João Accioly.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 06/2012. Relator: Dir. Gustavo Tavares Borba. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 20 ago. 2018.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 02/2013. Relator: Dir. Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 22 jan. 2019.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº SP2018/420. Relator: Dir. Alexandre Rangel. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 26 out. 2021.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº 22/2005. Relator: Dir. Marcos Barbosa Pinto. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 26 ago. 2008.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo nº 19957.003689/2017-18. Relator: Dir. Pablo Renteria. Rio de Janeiro. Data da decisão: 31 out. 2018.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo nº RJ2005/2345. Relator: Pres. Marcelo Trindade. Rio de Janeiro. Data da decisão: 21 fev. 2006.

_____. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Processo nº 10372.000415/2016-84. Relator: Conselheiro Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa. Brasília. Data de julgamento: 24 abr. 2018.

_____. Ministério da Economia. Advocacia-Geral da União. Ministério da Justiça e Segurança Pública. *EMI nº 00083/2019 ME AGU MJSP*. Brasília, 11 abr. 2019. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 28 ago. 2022.

_____. *Projeto de Lei de Conversão nº 17, de 2019*. Brasília, 11 jul. 2019. Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7979447&ts=1630452016256&disposition=inline. Acesso em: 18 set. 2022.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Corte Especial. Embargos de Divergência no Recurso Especial nº 1.281.594/SP. Relator: Min. Benedito Gonçalves. Brasília. Data de julgamento: 15 maio 2019. DJe. de: 23 maio 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Decisão Monocrática. Agravo em Recurso Especial nº 1.970.187/SP. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data da decisão: 24 nov. 2021. DJe. de: 26 nov. 2021.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Primeira Turma. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.112.357/SP. Relator: Min. Sergio Kukina. Brasília. Data de julgamento: 14 jun. 2016. DJe. de: 23 jun. 2016.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental nos Embargos de Declaração no Agravo de Instrumento nº 524.103/MG. Relator: Min. Vasco Della Giustina (Desembargador Convocado). Brasília. Data de julgamento: 16 mar. 2010. DJe. de: 9 abr. 2010.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 1.140.811/RJ. Relator: Min. Marco Buzzi. Brasília. Data de julgamento: 23 fev. 2016. DJe. de: 26 fev. 2016.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1.049.012/MG. Relator: Min. João Otávio de Noronha. Brasília. Data de Julgamento: 25 maio 2010. DJe. de: 8 jun. 2010.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1.557.043/SP. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Data de Julgamento: 26 mar. 2019. DJe. de: 11 abr. 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 328.110/RS. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 19 set. 2013. DJe. de: 25 set. 2013.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Agravo Regimental nos Embargos de Declaração no Agravo de Instrumento nº 524.103/MG. Relator: Min. Vasco Della Giustina (Desembargador Convocado). Brasília. Data de julgamento: 16 mar. 2010. DJe. de: 9 abr. 2010.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 747.149/RJ. Relator: Min. Fernando Gonçalves. Brasília. Data de julgamento: 6 out. 2005. DJe. de: 5 dez. 2005.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 777.452/RJ.

Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Data de julgamento: 19 fev. 2013. DJe. de: 26 fev. 2013.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 799.241/RJ. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Data de julgamento: 14 ago. 2012. DJe. de: 26 fev. 2013.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 656.932/SP. Relator: Min. Antonio Carlos Ferreira. Brasília. Data de julgamento: 24 abr. 2014. DJe. de: 2 jun. 2014.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.326.592/GO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 7 maio 2019. DJe. de: 6 ago. 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 982.492/SP. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de Julgamento: 27 set. 2011. DJe. de: 17 out. 2011.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial nº 1.358.513/RS. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de Julgamento: 12 maio 2020. DJe. de: 4 ago. 2020.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Embargos de Divergência no Recurso Especial nº 1.280.825/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 27 jun. 2018. DJe. de: 2 ago. 2018.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Seção. Recurso Especial nº 106.888/PR. Relator: Min. Cesar Asfor Rocha. Brasília. Data de julgamento: 28 mar. 2001. DJe. de: 5 ago. 2002.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1.516.891/RS. Relator: Min. Humberto Martins. Brasília. Data de julgamento: 28 abr. 2015. DJe. de: 6 maio 2015.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Segunda Turma. Recurso Especial nº 1.138.591/RJ. Relator: Min. Castro Meira. Brasília. Data de julgamento: 22 set. 2009. DJe. de: 5 out. 2009.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial nº 1.500.181/SP. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Data de julgamento: 22 jun. 2021. DJe. de: 25 jun. 2021.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial nº 639.598/SP. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 13 dez. 2016. DJe. de: 3 fev. 2017.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 552.959/RJ. Relator: Min. Carlos Alberto Menezes Direito. Brasília. Data de julgamento: 6 abr. 2004. DJe. de: 17 maio 2004.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº 658.608/ES. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Data de

julgamento: 4 ago. 2015. DJe. de: 17 ago. 2015.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Embargos de Declaração no Recurso Especial nº 1.196.541/RJ. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Brasília. Data de Julgamento: 3 mar. 2011. DJe. de: 15 mar. 2011.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.965.982/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 5 abr. 2022. DJe.: 8 abr. 2022.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.834.003/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 17 set. 2019. DJe.: 20 set. 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.003.893/RJ. Relator: Min. Massami Uyeda. Brasília. Data de julgamento: 10 ago. 2010. DJe. de: 8 set. 2010.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.131.073/MG. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 5 abr. 2011. DJe. de: 13 jun. 2011.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.164.235/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 15 dez. 2011. DJe. de: 29 fev. 2012.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.214.318/RJ. Relator: Min. Sidnei Beneti. Brasília. Data de julgamento: 12 jun. 2012. DJe. de: 19 set. 2012.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.187.365/RO. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Data de julgamento: 22 maio 2014. DJe. de: 25 ago. 2014.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.606.775/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 6 dez. 2016. DJe. de: 15 dez. 2016.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.724.722/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 27 ago. 2019. DJe. de: 29 ago. 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.525.807/RJ. Relator: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de julgamento: 18 nov. 2019. DJe. de: 20 nov. 2019.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 208.793/MT. Relator: Min. Carlos Alberto Menezes Direito. Brasília. Data de Julgamento: 18 nov. 1999. DJ. de: 1º ago. 2000.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.038.645/RS. Relator: Min. Sidnei Beneti. Brasília. Data de Julgamento: 19 out. 2010. DJe. de: 24 nov. 2010.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.195.642/RJ. Relatora: Min. Nancy Andrighi. Brasília. Data de Julgamento: 13 nov. 2012. DJe. de: 21 nov. 2012.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.353.056/RJ. Relator: Min. Moura Ribeiro. Brasília. Data de Julgamento: 3 jun. 2016. DJe. de: 11 abr. 2016.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.685.098/SP. Relator para acórdão: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Data de julgamento: 10 mar. 2020. DJe. de: 7 maio 2020.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.281.594/SP. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Data de julgamento: 22 nov. 2016. DJe. de: 28 nov. 2016.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 1.632.842/RS. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Brasília. Data de julgamento: 12 set. 2017. DJe. de: 15 set. 2017.

_____. Supremo Tribunal Federal. Tribunal Pleno. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.591-1/DF. Relator para acórdão: Min. Eros Grau. Brasília. Data de julgamento: 7 jun. 2006. DJ.: 29 set. 2006.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A administração de companhias e a business judgment rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A Culpa na Responsabilidade Civil:* Estrutura e Função. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

CAMPINHO, Sérgio. *Curso de Direito Comercial:* Sociedade Anônima. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

_____. *O Direito de Empresa à Luz do Código Civil*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

CANTIDIANO, Maria Lucia; CANTIDIANO, Isabel; KNEITZ, Camila. Fundos de investimento e insolvência: notas sobre aplicação das regras do Código Civil sobre preferências e privilégios creditórios. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CASTRO NEVES, José Roberto de. *Direito das Obrigações*. 7. ed. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2017.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. Parametrização do Dever de Diligência. In: COELHO, Fabio Ulhôa (Coord.). *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária:* negócio fiduciário. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

COELHO, Fábio Ulhoa. A alocação de risco e a segurança jurídica na proteção do investimento privado. *Revista de Direito Brasileira*, São Paulo, v. 16, n. 7, p. 291-304, jan./abr. 2017.

_____. *Curso de Direito Comercial:* Direito de Empresa. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. v. 2.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 3 set. 2022.

_____. Boletim Econômico – Edição 4. Rio de Janeiro, 29 abr. 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/cvm_boletim_economico_93.pdf/view. Acesso em: 2 maio 2022.

_____. Centrais de Conteúdo. Publicações. Séries Históricas. Emissores. *Características dos Fundos – Planilha Agregada – Fundos 555 – Total*. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/series-historicas/emissores/caracteristicas-dos-fundos-planilha-agregada-fundos-555-total.ods/view. Acesso em: 23 jul. 2022.

_____. *CVM e ANBIMA atualizam acordo de cooperação técnica*. Rio de Janeiro, 20 dez. 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-e-anbima-atualizam-acordo-de-cooperacao-tecnica. Acesso em: 8 jan. 2023.

_____. *Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 19 dez. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 31 jul. 2022.

_____. *Edital de Audiência Pública SDM nº 10/2014*. Rio de Janeiro, 29 out. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html. Acesso em: 30 jul. 2022.

_____. *Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2008*. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html. Acesso em: 27 dez. 2022.

_____. *Ofício-Circular CVM nº 10/2015/CVM/SIN*. Rio de Janeiro, 18 dez. 2015. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-1015.html. Acesso em: 24 jul. 2022.

_____. *Orientações Sistema Bacen Jud*. Rio de Janeiro. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/menu/investidor/Orientacoes_Sistema_Bacen_Jud/Orientacoes_Bacen_Jud.Html. Acesso em: 27 ago. 2022.

_____. Portal do Investidor. *Renda Fixa vs Renda Variável*. Rio de Janeiro. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/Old/Valores_Mobiliarios.html. Acesso em: 27 ago. 2022.

_____. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/2020*. Rio de Janeiro, 22 dez. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 27 dez. 2022.

_____. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 04/2014*. Rio de Janeiro, 17 dez. 2014. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0414.html. Acesso em: 31 jul. 2022.

_____. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 10/2014*. Rio de Janeiro, 26 mar. 2015. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html. Acesso em: 30 jul. 2022.

_____. *Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 14/2011*. Rio de Janeiro, 26 mar. 2015. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html#:~:text=Minuta%20de%20Instru%C3%A7%C3%A3o%20que%20regular%C3%A1,a%20Instru%C3%A7%C3%A3o%20CVM%20306%2F99. Acesso em: 21 ago. 2022.

CONSELHO DA JUSTIÇA FEDERAL. *V Jornada de Direito Civil*. Brasília: Conselho da Justiça Federal, 2012. p. 71. Disponível em: https://www.cjf.jus.br/cjf/corregedoria-da-justica-federal/centro-de-estudos-judiciarios-1/publicacoes-1/jornadas-cej/vjornadadireitocivil2012.pdf. Acesso em: 13 ago. 2022.

COPOLA, Marina. Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O empresário no banco dos réus:* responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021.

COSTA, Márcio Henriques da. *A cláusula de melhores esforços – best efforts*: da sua incidência e efetividade nos contratos – interpretação e prática. Curitiba: Juruá, 2016.

CRISTOFARO, Pedro Paulo. Limites do campo de incidência da Lei n. 8.078, de 11.09.90. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 32, n. 92, p. 83-92, out./dez. 1993.

DI BIASE, Nicholas Furlan. A responsabilidade civil objetiva solidária na Lei Anticorrupção prescinde do nexo de causalidade? *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 27, p. 151-194, jul./dez. 2020.

DIAS, Eduardo Rocha. *Derecho administrativo sancionador*. Madri: Tecnos, 1994 *apud* VITTA, Heraldo. *A sanção no direito administrativo*. São Paulo: Malheiros, 2003.

DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 10. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

DIAS, Luciana. O novo Mercado de Capitais, o Código de Defesa do Consumidor e o STJ. *Revista Advocacia Hoje*, Brasília, n. 5, dez. 2020.

_____; ANDRADE, Rafael. Fundos de Investimento em Participações: o regime jurídico dos fundos exclusivos e reservados na regulamentação da CVM. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*. São Paulo: Almedina, 2018.

DUFLOTH, Rodrigo. Notas sobre as responsabilidades de gestores de fundos de investimento em ações (FIA) e multimercado (FIM). In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

_____. Fundo de Investimento. Não aplicação do CDC aos Quotistas. Fato do Príncipe Consistente na Mudança das Regras de Contabilização dos Títulos de sua Carteira. _____. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____; GAAL B. Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FILOMENO, José Geral Brito. *Direitos do Consumidor*. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Parecer sobre: a natureza jurídica dos fundos de investimento; conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 6, p. 11-39, jul./dez. 2006.

FRAZÃO, Ana. Deveres de Transparência e de Informação. In: COELHO, Fabio Ulhôa (Coord.). *Lei das Sociedades Anônimas Comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

_____. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

GAGGINI, Fernando Schuwarz. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2002.

GARCIA, Leonardo Medeiros. *Código de Defesa do Consumidor Comentado Artigo por Artigo*. 13. ed. Salvador: JusPODIVM, 2016.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

_____. *Obrigações*. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro:* responsabilidade civil. São Paulo: Saraiva, 2007. v. IV.

_____. *Direito civil brasileiro:* teoria geral das obrigações. 16. Ed. São Paulo: Saraiva, 2019. v. II.

GONÇALVES, Oksandro. Os princípios gerais do direito comercial: autonomia patrimonial da pessoa jurídica, limitação e subsidiariedade da responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 58, p. 183, out./dez. 2012.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coords.). *Inexecução das obrigações:* pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Processo, 2020.

HERMETO, Lucas; TIBURCIO, Antonio Augusto. Fundos de Investimento e Tribunais. *Revista Consultor Jurídico*, São Paulo, 8 ago. 2022. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2022-ago-08/hermetoe-tiburcio-fundos-investimento-tribunais. Acesso em: 13 ago. 2022.

JOSSERAND, Louis. Evolução da Responsabilidade Civil. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. LXXXVI n. 454, p. 548-559, abr. 1941.

JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 13. ed., São Paulo: Thomson Reuters, 2018.

KONDER, Carlos Nelson. Boa-fé, violação positiva do contrato e prescrição: repercussões práticas da contratualização dos deveres anexos no julgamento do REsp 1276311. *Revista Trimestral de Direito Civil*, Rio de Janeiro, v. 50, p. 217-236, abr./jun. 2012.

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

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais:* do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Órgãos Sociais. In: _____ (Coord.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LEITE, Carlos Alexandre Corrêa; XAVIER, Yanko Marcius de Alencar; ALVES, Fabrício

Germano. Código de Defesa do Consumidor aplicado aos fundos de investimento: deveres e responsabilidade do administrador. *Revista Jurídica da Presidência [recurso eletrônico]*, Brasília, v. 17, n. 112, p. 259-291, jun./set. 2015.

LISBOA, Roberto Senise. *Responsabilidade Civil nas Relações de Consumo.* 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

LÔBO, Paulo. *Direito Civil:* contratos. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

_____. *Direito Civil:* obrigações. 7. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

LORIA, Eli; KALANSLY, Daniel. Responsabilidades e deveres do custodiante de FIDCs. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MAFRA, Ricardo. *A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do dever de informar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

MARQUES, Claudia Lima. Campo de Aplicação do CDC. In: BENJAMIN, Antonio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

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

_____. Natureza jurídica dos fundos de investimento e responsabilidade de seus cotistas à luz da Lei da Liberdade Econômica: como ficou e como poderia ter ficado. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado:* critérios para a sua aplicação. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. *Corrupção, anticorrupção e empresa*. 2017. 319 f. Tese (Concurso) – Faculdade de Direito. Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.

_____; DI BIASE, Nicholas Furlan; SOUZA, Paula Morais Borges de. A obrigação de aportes extraordinários de recursos pelo cotista de fundo de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil:* direito das obrigações. 32. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

MORLEY, John. The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 123, p. 1228-1287, 2014.

MOTA, Fernando de Andrade. *O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta*. São Paulo: Almedina, 2015.

MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção de causalidade*. Rio de Janeiro: GZ, 2010.

NEVES, Fernando C. Queiroz. Responsabilidade civil por perdas em fundos de investimento. *Revista Autônoma de Direito Privado*, Curitiba, n. 2, p. 171-198, jan./mar. 2007.

NÓBREGA, Mailson F. da; LOYOLA, Gustavo J. L. A caderneta de poupança e o Código de Defesa do Consumidor. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 6, p. 256-267, set./dez. 1999.

NUNES, Rizatto. *Curso de Direito do Consumidor*. 14. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021.

OLIVA, Milena Donato. *Do Negócio Fiduciário à Fidúcia*. São Paulo: Atlas, 2014.

_____. Indenização devida "ao fundo de investimento": qual quotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 100, n. 904, p. 73-96, fev. 2011.

_____; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

_____; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (Coords.). *Inexecução das obrigações:* pressupostos, evolução e remédios. Rio de Janeiro: Processo, 2020.

OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. 5. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

PARENTE, Norma Jonssen. Participantes do Mercado. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de Direito Empresarial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento:* estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Condomínio e Incorporações*. 14. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

_____. *Instituições de Direito Civil*. 29. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. *Responsabilidade Civil*. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

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, a. 4, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Aplicação do código de defesa do consumidor aos administradores de fundos de investimentos. *Revista de Direito do Consumidor*, São Paulo, v. 16, n. 61, p. 190-202, jan./mar. 2007.

PITTA, André Grünspun. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado:* Direito das Obrigações; Controle das Sociedades; Sociedades de Investimento. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

_____. *Tratado de Direito Privado* – Contrato de Sociedade: sociedade de pessoas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

_____. *Tratado de Direito Privado* – Sociedade por ações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil. In: MOSQUEIRA, Roberto Quiroga. *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

RANGEL, Alexandre. Perspectivas regulatórias dos fundos de investimento. *Jota*, São Paulo, 21 jan. 2020. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/perspectivas-regulatorias-dos-fundos-de-investimento-21012020. Acesso em: 3 set. 2022.

_____; VIEIRA, Marcelo Soares Lima. Reflexões sobre o regime jurídico de responsabilidade dos administradores fiduciários e gestores de recursos no âmbito dos fundos de investimento. In: MARTINELLI, João Paulo; COSTA, Isac Silveira da; CONCEIÇÃO, Pedro Simões da (Orgs.). *O empresário no banco dos réus:* responsabilidade civil, administrativa e penal na atividade empresarial. Belo Horizonte: D'Placito, 2021.

REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. Visão geral do novo Código Civil. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, v. 9, p. 9-17, jan./mar. 2002.

RENTERIA, Pablo. A Reforma dos Fundos de Investimentos no Projeto de Conversão 17/2019: o CDC, a responsabilidade dos prestadores de serviços e a insolvência civil dos fundos. *Jusbrasil*, [s.d.]. Disponível em: https://flaviotartuce.jusbrasil.com.br/artigos/746582251/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-conversao-17-2019. Acesso em: 15 maio 2022.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Primeira Câmara Cível. Apelação Cível nº 2003.001.12284. Relator: Des. Henrique Carlos de Andrade Figueira. Rio de Janeiro. Data de julgamento: 26 ago. 2003. DJ. de 22 set. 2003.

RODRIGUES, Sílvio. *Direito Civil:* parte geral das obrigações. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

_____. *Direito Civil*: responsabilidade civil. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

ROSE, Amanda M. The "Reasonable Investor" of Federal Securities Law: Insights from Tort Law's "Reasonable Person" & Suggested Reforms. *The Journal of Corporation Law*, Iowa City, v. 43, n. 1, p. 77-117, 2017.

RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do investidor-consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimentos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

SABIÃO, Thiago Moreira de Souza; TEIXEIRA Tarcísio. Reflexões sobre a importância da limitação da responsabilidade nas Sociedades Limitadas. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 19, p. 39–64, out. 2016.

SCHECHTMAN, Daniel Casz; BRANDÃO, Caio. Liberdade ou abuso contratual: limitação da responsabilidade por violação de deveres fiduciários de gestões e administradores de fundos de investimento e a experiência dos Estados Unidos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

SCHREIBER, Anderson. *A proibição de comportamento contraditório:* tutela de confiança e *venire contra factum proprium*. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2016.

_____. *Novos paradigmas da responsabilidade civil:* da erosão dos filtros à diluição dos danos. São Paulo: Atlas, 2007.

_____; OLIVEIRA, Rafael Mansur de. O entendimento do STJ sobre a prescrição trienal da responsabilidade contratual. *Revista Consultor Jurídico*, São Paulo, 21 abr. 2019. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2019-abr-21/opiniao-prescricao-trienal-responsabilidade-contratual. Acesso em: 13 ago. 2022.

SGARBI, Mariana Loyola Ferreira. Fundos de investimento e Código de defesa do consumidor. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coords.). *Fundos de investimento:* aspectos jurídicos, regulamentares e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SILVA, João Luiz Frossard Pestana da. O dever de informar ao investidor de varejo em fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

SILVA, Rodrigo Alves da. Os fundos de investimento financeiro à luz do Código de Defesa do Consumidor: a proteção jurídica do investidor. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, n. 17, p. 217-281, jan./mar. 2004.

SOUZA, Sylvio Capanema de; WERNER, José Guilherme Vasi; NEVES, Thiago Ferreira Cardoso. *Direito do Consumidor*. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

TARTUCE, Flávio. *Direito Civil:* lei de introdução e parte geral. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

_____. *Manual de Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

_____; NEVES, Daniel Amorim Assumpção. *Manual de Direito do Consumidor:* Direito Material e Processual. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

TAVARES BORBA, José Edwaldo; TAVARES BORBA, Gustavo. Da responsabilidade civil contratual solidária entre administrador e gestor de fundo de investimento. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 28, p. 37-59, jan./jul. 2021.

TEIXEIRA, Tarcísio. Reflexões sobre a importância da limitação da responsabilidade nas Sociedades Limitadas. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 19, p. 39–64, out. 2016.

TEPEDINO, Gustavo. Notas sobre o Nexo de Causalidade. *Revista Jurídica*, [s.l.], a. 50, n. 296, p. 7-18, jun. 2002.

_____. Prescrição aplicável à responsabilidade contratual: crônica de uma ilegalidade anunciada. *Revista Trimestral de Direito Civil*, Rio de Janeiro, v. 27, 2009, editorial.

_____; BARBOZA, Heloisa Helena; BODIN DE MORAES, Maria Celina. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

_____; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos do Direito Civil:* contrato. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

_____; SCHREIBER, Anderson. *Fundamentos do direito civil:* obrigações. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

_____; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Fundamentos do Direito Civil:* Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

TESOURO NACIONAL. *Tesouro Direto*. Brasília. Disponível em: https://www.tesourodireto.com.br/. Acesso em: 27 ago. 2022.

TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; LATINI, Luíza. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento em participações (FIPs): alguns parâmetros. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PINTO, Vitor Mendes Costa. A limitação da responsabilidade dos cotistas nos fundos de investimento em participações: novos caminhos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SAADI, Jairo (Org.). *Fusões e Aquisições:* aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB, 2002.

UZEDA, Carolina; PANTOJA, Fernanda M.; FARIA, Marcela Kohlbach de; TEMER, Sofia. Entes organizados despersonalizados e capacidade de ser parte: grupos e associações de fato em juízo (art. 75, IX, do CPC). *Civil Procedure Review*, Salvador, v. 12, n. 1, p. 165-205, jan./abr. 2021.

VALOR ECONÔMICO. A pirâmide de Madoff: Entenda como funcionava o maior esquema 'ponzi' da história. *Valor Econômico*, São Paulo, 14 abr. 2021. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/04/14/entenda-como-funcionava-o-esquema-ponzi-de-madoff.ghtml. Acesso em: 10 jul. 2022.

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito Civil:* Contratos. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

_____. *Direito Civil:* Obrigações e Responsabilidade Civil. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2017. v. 2, p. 463, versão eletrônica; e DIAS, José de Aguiar. *Da Responsabilidade Civil*. 10. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Mercado de capitais: risco x informação. *Migalhas*. São Paulo, 2 out. 2012. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/164930/mercado-de-capitais--risco-x-informacao. Acesso em: 23 out. 2022.

VIEIRA, Juliana Botini Hargreaves; TINOCO, Camila. A delimitação das atribuições dos administradores fiduciários e dos gestores de recursos à luz dos diferentes tipos de fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais:* Edição Especial Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. v. V.

VIVAN FILHO, Geraldo Tadeu. "Natureza Jurídica": ela está no meio de nós? *Res Severa Verum Gaudium*, Porto Alegre, v. 3, n. 1, p. 28-56, 2017.

WALD, Arnoldo. Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 80, p. 15-30, out./dez. 1990.

_____. O direito do consumidor e suas repercussões em relação às instituições financeiras. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, n. 111, p. 295-312, jul./set. 1991.

_____. *Obrigações e contratos*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

WEBER, Ana Carolina. *Responsabilidade Societária.* Danos Causados Pelos Administradores. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

YAZBEK, Otavio. A lei n.º 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luis F.; CUEVA, Ricardo V. B.; FRAZÃO, Ana (Orgs.). *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

_____. Prefácio. In: PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento:* estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016.