



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE DIREITO**

PEDRO PAULO PARANHOS DE MAGALHÃES

**FUNDOS DE INVESTIMENTO: UMA ANÁLISE DA NATUREZA JURÍDICA DA
RESPONSABILIDADE CIVIL DE SEUS ADMINISTRADORES**

Salvador
2019

PEDRO PAULO PARANHOS DE MAGALHÃES

**FUNDOS DE INVESTIMENTO: UMA ANÁLISE DA NATUREZA JURÍDICA DA
RESPONSABILIDADE CIVIL DE SEUS ADMINISTRADORES**

Trabalho de conclusão de curso apresentado pelo acadêmico Pedro Paulo Paranhos de Magalhães como exigência para conclusão do curso de Graduação de Bacharelado em Direito da Universidade Federal da Bahia.

Orientadora: Prof. João Glicério de Oliveira Filho

Salvador
2019

PEDRO PAULO PARANHOS DE MAGALHÃES

FUNDOS DE INVESTIMENTO: UMA ANÁLISE DA NATUREZA JURÍDICA DA RESPONSABILIDADE CIVIL DE SEUS ADMINISTRADORES

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Bacharelado em Direito da Universidade Federal da Bahia como requisito para a conclusão do curso de Direito.

Aprovado em: ____ / ____ / ____

BANCA EXAMINADORA

João Glicério de Oliveira Filho – Orientador _____
Doutor em Direito Público – UFBA
Universidade Federal da Bahia

Lara Britto de Almeida Domingues Neves – Examinadora _____
Mestre em Direito dos Negócios – FGV/SP
Universidade Federal da Bahia

Bruno César de Carvalho Côelho – Examinador _____
Mestre em Políticas Sociais e Cidadania – UCSAL
Centro Universitário Jorge Amado

MAGALHÃES, Pedro Paulo Paranhos de. Fundos de Investimento: Uma Análise da Natureza Jurídica da Responsabilidade Civil de seus Administradores. 85 f. 2019. Monografia (Graduação) – Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2019.

RESUMO

Monografia que versa sobre a natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento a partir de uma revisão bibliográfica. Os fundos de investimento, em síntese, são condomínios que viabilizam a aplicação em bloco de recursos captados de investidores individuais no mercado de valores mobiliários para a formação de uma carteira de ativos única sob administração profissional e especializada. A administração dos fundos de investimento fica a cargo de pessoa jurídica credenciada pela Comissão de Valores Mobiliários à gestão profissional de recursos de terceiros, a quem incumbe envidar esforços para a adequada proteção dos interesses do condomínio de cotistas. Refletindo as exigências de governança corporativa inerentes ao mercado de capitais, os administradores se sujeitam a padrões de conduta pautados na ética e na probidade, devendo atuar com diligência, lealdade e transparência para com os titulares dos recursos do fundo. Os administradores respondem civilmente pelos danos causados aos investidores pelo descumprimento de seus deveres primários, bem como, pela inobservância de padrões de conduta por seus auxiliares contratados, os quais devem vigiar e supervisionar. Para responder ao problema a que se propõe, o presente trabalho abordará o conceito de fundo de investimento, o seu enquadramento no Direito brasileiro enquanto instituto propriamente jurídico, o papel e o conteúdo das obrigações de seus administradores, os fundamentos da responsabilidade civil, os limites da tutela reparatória no mercado de capitais, os regimes de responsabilidade a que se submetem, para, ao final, apresentar posicionamento a respeito da natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento.

Palavras-chaves: Fundos de Investimento; Administrador; Investidor; Responsabilidade Civil; Natureza Jurídica.

MAGALHÃES, Pedro Paulo Paranhos de. Fundos de Investimento: Uma Análise da Natureza Jurídica da Responsabilidade Civil de seus Administradores. 85 f. 2019. Monography (Graduate) – Faculdade de Direito, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2019.

ABSTRACT

This paper intends to review the literature on the legal nature of investment fund asset managers civil liability. Investment funds are basically a collection of co-owned resources obtained from individual investors within the securities market with the purpose of purchasing and managing financial assets under specialized administration. Investment funds administration is burdened by a legal person authorized by the Brazilian Securities Exchange Commission (Comissão de Valores Mobiliários) to professionally perform asset management. The legal entity enfranchised with fund administration duties is required to adopt standards of conduct that are ethical and righteous towards individual investors, conveying diligence, loyalty and transparency. Fund managers are held liable by the damages inflicted on investors caused by the non-performance of their duties as well as by damages resulted from tortious acts caused by certain fund employees. Manager liability will assume different features according to the profile of the investor that was damaged. In order to answer the main issue, this paper will analyse the concept of investment, the importance of fund industry to the economic and social development of Brazil, the legal nature of investment funds, manager obligations, theoretical limits to civil liability in the realm of capital markets, the variations of investment fund manager liability, the intersections between investor and consumer protection. In the end, this paper will offer a position on regards of the legal nature of investment fund manager civil liability.

Keywords: Investment Funds; Asset Managers; Civil Liability; Legal Nature;Capital Markets

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Agência Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
CC/02	Código Civil Brasileiro de 2002
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CF/88	Constituição Federal de 1988
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FINOR	Fundo de Investimentos do Nordeste
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FUNCINE	Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional
IN	Instrução Normativa
PAS	Processo Administrativo Sancionador
REsp	Recurso Especial
SEC	Securities Exchange Commission
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STJ	Superior Tribunal de Justiça

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
1 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	11
1.1 INVESTIMENTOS COLETIVOS.....	12
1.2 FUNÇÃO ECONÔMICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	13
1.2.1 Origem Histórica: Os <i>Investment Trust</i>.....	15
1.3 CONCEITO JURÍDICO-POSITIVO.....	19
1.4 NATUREZA JURÍDICA.....	20
1.4.1 Teoria Condominial versus Teoria Societária.....	22
1.5 MODALIDADES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	25
2 OS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	30
2.1 NATUREZA FIDUCIÁRIA DA ATIVIDADE DE ADMINISTRAÇÃO.....	30
2.2 EXIGÊNCIAS NORMATIVAS PARA A ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS.....	32
2.3 O REGIME JURÍDICO APLICÁVEL AOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS.....	33
2.3.1 Obrigações dos Administradores Frente ao Fundo e aos Cotistas	35
2.3.1.1 Obrigações Organizacionais	36
2.3.1.2 Obrigações de Gestão de Ativos	39
2.3.1.3 Obrigações Fiduciárias	41
2.3.1.3.1 Informação	43
2.3.1.3.2 Diligência e Lealdade	45
3 A NATUREZA JURÍDICA DA RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	48
3.1 FUNDAMENTOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL RELEVANTES AOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	48
3.1.1 Pressupostos e Modalidades de Responsabilidade Civil.....	49
3.2 LIMITES À TUTELA INDENIZATÓRIA NO MERCADO DE CAPITAIS.....	50
3.3 A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	53
3.3.1 Conduta Antijurídica	53
3.3.2 Culpa.....	55
3.3.3 Nexo e Dano	58

3.4 A RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA DOS ADMINISTRADORES POR ATOS DE SEUS AUXILIARES.....	61
3.5. RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO FRENTE A COTISTAS VULNERÁVEIS.....	65
3.6 ENQUADRAMENTO DO INSTITUTO.....	72
CONCLUSÃO.....	75
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	77

INTRODUÇÃO

Durante muito tempo o investimento no Brasil limitou-se à caderneta de poupança. Entretanto, nos últimos anos, seja por motivos de ordem política ou social, ou mesmo por facilidades que as tecnologias modernas têm conferido às pessoas, é patente o interesse da população em investir no mercado de valores mobiliários. No epicentro dessa tendência estão os fundos de investimento.

Os fundos de investimento já constituem importante pilar do Sistema Financeiro Nacional e da economia brasileira, pois movimentam somas de recursos que se ultrapassam a casa dos trilhões. Além da magnitude de seus números absolutos, os fundos mostram-se especialmente acessíveis à população em geral, permitindo que investidores não muito experientes ou abastados ingressem no mercado e acabem dinamizando o setor produtivo.

A escolha do tema assume ainda maior relevância por conta da introdução dos artigos 1.368-C a 1.368-F no Código Civil Brasileiro, em função da promulgação da Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019, inserindo, de uma vez por todas, o instituto dos fundos de investimento na principal fonte do direito privado brasileiro.

A metodologia utilizada para elaboração do presente trabalho consiste na revisão bibliográfica da doutrina especializada, bem como, a interpretação lógico-sistemática das normas jurídicas aplicáveis e da jurisprudência, tanto administrativa quanto jurisdicional, relativa aos administradores de fundos de investimento.

Este trabalho tem como objetivo geral analisar a natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. Como objetivos específicos, serão avaliados os conceitos e o enquadramento jurídico dos fundos, o regime jurídico aplicável ao administrador fiduciário e os pressupostos de sua responsabilização.

No primeiro capítulo discute-se a função e o conceito de fundo de investimento, desde suas origens históricas até os dias atuais, dialogando com as posições doutrinárias relativas à definição de seu enquadramento lógico-jurídico. Por fim, ainda se apresenta as modalidades de fundos existentes no Brasil.

No segundo capítulo, é abordado o papel do administrador de fundos de investimento, investigando-se o conjunto de direitos e deveres que formam o seu regime jurídico, buscando apresentar o conteúdo de suas obrigações e os limites de seu agir lícito.

No terceiro capítulo, os elementos da responsabilidade civil são analisados à luz das obrigações dos administradores, desvelando os regimes de sua responsabilização no campo do direito privado, concluindo-se com uma análise da natureza jurídica de sua responsabilidade.

1 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

O objetivo principal desta monografia é a análise da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. Para responder a tal problema, é necessário, antes de mais nada, que sejam apresentados o conceito e o enquadramento jurídico dos fundos de investimento, assim como o importante papel socioeconômico desempenhado por esses agentes no mercado de capitais brasileiro, desvelando o modo pelo qual captam e canalizam os recursos de um sem-número de investidores.

De acordo com a Agência Brasileira das Entidades de Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima), o patrimônio somado dos fundos de investimento instituídos no Brasil ou geridos por administradores brasileiros na data base de 22 de novembro de 2019 corresponde a R\$5,3 trilhões¹. O protagonismo que têm desempenhado os fundos de investimento na economia, e, especificamente, no mercado de capitais brasileiro, é de tal magnitude que se reconhece que há verdadeira “indústria de fundos de investimento” no país².

O protagonismo dos fundos de investimento é, contudo, fenômeno relativamente recente no Brasil. Muito embora institutos análogos remontem ao século XIX, e conquanto existam juridicamente no ordenamento pátrio há cerca de setenta anos, tendo surgido com o Decreto-Lei n. 7.583/45 sob a forma de Companhias de Investimento, os fundos efetivamente se estabeleceram no território nacional na década de 1990, tendo apresentado, desde então, taxas de crescimento exponenciais, servindo como um das principais portas de entrada para os brasileiros no mercado de valores mobiliários³. A popularidade recente dos fundos de investimento no Brasil guarda ligação estreita com as facilidades econômicas e informacionais associadas aos instrumentos de investimento coletivo, em geral, e às vantagens apresentadas pelos próprios fundos, em particular⁴.

¹ ANBIMA. **Consolidado Diário de Fundos de Investimento**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm. Acesso em: 23 nov 2019.

² PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 15.

³ GAGGINI, Fernando Scharwz. **Fundos de Investimento no direito brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001. p.17-23.

⁴ SATIRO, Francisco. **Construção Judicial sobre Ativos de Fundos de Investimento em Participações**. In: TEIXEIRA, Tarcísio(org) **Direito Empresarial - Estudos em Homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa**. São Paulo: IASP, 2015. p. 561-596.

1.1 INVESTIMENTOS COLETIVOS

Fenômeno próprio da economia, mas com evidente relevância jurídica, o vocábulo "investimento" possui um conceito amplo, invariavelmente ligado à geração de renda ou de receitas futuras⁵. A literatura especializada define investimento, genericamente, como todo ato de utilização de recursos poupados com o objetivo de ampliar, futura e eventualmente, a capacidade produtiva daquele que investe⁶. Isso implica dizer que todo ato de investimento é um ato com caráter prospectivo, pressupondo uma ponderação entre a expectativa de retorno e o grau de risco a que se dispõe correr o investidor.

Os fundos realizam atos de investimento na medida em que alocam recursos que reúnem diretamente de investidores individuais com vistas a gerar rendimentos futuros para seus participantes. Entretanto, os fundos não realizam investimentos quaisquer, mas sempre investimentos coletivos, baseados em uma lógica de economia de escala e na concentração de poupanças de terceiros em uma única estrutura capaz de centralizar as negociações e relações com os agentes tomadores de recurso no mercado de capitais.⁷

Os instrumentos de investimento coletivo são uma tendência no mercado de capitais contemporâneo e se sustentam numa estratégia de investimento indireto, com aplicação de recursos em bloco, obtidos diretamente de um público poupador, pautada na repartição de riscos entre os investidores participantes, reunidos por trás de um investidor institucional⁸. A respeito disso, Ary Oswaldo Mattos Filho descreve o processo de migração do investimento individual para suas modalidades coletivas da seguinte forma:

[...] os recursos dos indivíduos passam a se concentrar em *pools* de investimento, os quais passam a investir, e de forma crescente, enormes quantias de recursos, em nome de seus cotistas, em investimentos de renda variável ou renda fixa [...].⁹

⁵SALAMA, Bruno Meyerhof. Conceito de Investimento para fins do art. 443 do RIR. **Revista de Direito Tributário Contemporâneo**, vol 15, p. 17 – 35, Nov – Dez 2018.

⁶EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p.1.

⁷PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 21.

⁸PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 21.

⁹MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. vol. 1. Tomo 2. São Paulo: Editora FGV, 2015. p. 303.

Compreendidos os instrumentos de investimento coletivo enquanto gênero, figuram os fundos de investimento enquanto espécie. De todo modo, os fundos se destacam dos demais instrumentos de investimento coletivo, como os consórcios e os clubes de investimento, porque reúnem, simultaneamente, as seguintes características: (1) ausência de personalidade jurídica; (2) permissão ao ingresso e adesão de um sem-número pessoas naturais e jurídicas; (3) conjugação de diversas poupanças em um único patrimônio de afetação; (4) vinculação das operações de investimento a uma política fixa e previamente definida; e (5) gestão de carteira profissional e especializada¹⁰.

A reunião desses elementos permite que os fundos de investimento sirvam de verdadeiras portas de entrada para os investidores no mercado de capitais, remediando dois dos obstáculos mais comuns no investimento direto: a limitação de recursos e a falta de tempo e expertise para uma adequada tomada de decisão¹¹. A existência de patrimônio expressivo, formado coletivamente por diversas contribuições, aliada à formação de uma única carteira de investimento, escolhida por gestores profissionais, são fatores que acentuam a segurança e a comodidade dos fundos enquanto instrumentos de investimento, tornando-os democráticos e acessíveis até mesmo para o pequeno investidor. Desse modo, os fundos de investimento figuram como “um dos mais notáveis e democráticos mecanismos de alocação de poupança”¹², permitindo que se invista, de maneira profissional e supervisionada, em ativos financeiros variados, com pequenas somas de recursos.

1.2 FUNÇÃO ECONÔMICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A finalidade primária dos fundos é conferir rendimentos sobre os ativos investidos aos seus cotistas. Para tanto, os fundos devem alocar os recursos captados de maneira eficiente, balanceando as expectativas de rentabilidade dos ativos inseridos na carteira com os riscos

¹⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 203-208.

¹¹ PONTES, Aloysio Lopes. **Instituições Financeiras Privadas**. Rio de Janeiro: Forense, 1973. p. 80.

¹² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 81.

envolvidos no mercado, oferecendo aos seus participantes, em menor ou maior grau, expectativas idôneas de capitalização e renda¹³.

Se é certo que os fundos têm como finalidade econômica primária distribuir riquezas entre os seus participantes, conferindo rendimentos satisfatórios aos subscreventes de suas cotas e remunerando os prestadores pela correta administração e, até mesmo, em certos casos, pela performance da carteira de ativos gerida, não menos importante é o impacto macroeconômico que promovem. Ainda que ocasionalmente, e por via oblíqua, os investimentos desempenham importante função no financiamento da iniciativa privada e, até mesmo, na consecução de políticas públicas.

Os fundos contribuem para o financiamento do setor privado de variadas formas, desde a aquisição de valores mobiliários (ações, debêntures, etc.) emitidos por companhias necessitadas de capital, caso dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs)¹⁴, até iniciativas mais específicas como a atuação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) na antecipação de recebíveis de empresas sem fluxo de caixa¹⁵ e na obtenção de créditos e posições contratuais antes ocupadas por empresas em recuperação judicial¹⁶.

Igualmente importantes são as aplicações dos Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) na realização de empreendimentos como *shoppings centers*, hotéis, prédios de escritórios e hospitais¹⁷. Em um mercado notadamente cíclico, como é o imobiliário, os fundos permitem o influxo de capital para os empreendedores mesmo em momentos de retração econômica.

Por isso mesmo, não são poucas as construções viabilizadas nos últimos 20 anos com recursos captados e vertidos por fundos de investimento. A título exemplificativo, o Shopping Pátio Higienópolis, em São Paulo/SP¹⁸, e o Shopping Parque Dom Pedro II, em Campinas/SP¹⁹,

¹³LONGO, José Henrique; PHEBO, Márcia Setti. Fundos de Investimento. **Revista Tributária das Américas**, vol. 6.p. 283-303. Jul - Dez. 2012.

¹⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 165-166.

¹⁵ PIRES, Daniela Marin. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015. p. 65.

¹⁶ ABRÃO, Carlos Henrique. **O Papel dos Fundos de Investimento na Recuperação Judicial**. Revista de Direito Recuperacional e Empresa, vol. 5, Jul – Set, 2017.

¹⁷ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.p.159-161.

¹⁸Relatório Gerencial do Fundo de Investimento Imobiliário (FII) Shopping Higienópolis. Disponível em: <<http://www.fiihigienopolis.com.br/Relatorios/Relatórios%20Mensais/2019.01%20-%20Relatório%20Gerencial%20-%20FII%20Higienópolis.pdf>>. Acesso em: 27 out 2019.

¹⁹Regulamento Consolidado do Fundo de Investimento Imobiliário (FII) Parque D. Pedro II. Disponível em: <<https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=33493>>. Acesso em:27 out 2019.

tiveram suas construções financiadas por recursos oriundos de FIIs. Do mesmo modo, o Fundo Imobiliário Hospital da Criança, constituído no ano 2000, foi criado para a aquisição e exploração do imóvel no qual funciona o Hospital da Criança, em São Paulo/SP, promovendo desenvolvimento econômico, mas também melhorias sociais²⁰.

Ao lado do setor privado, os fundos também têm cumprido tarefa importante no setor público. De acordo com relatório publicado em 2017 pelo Centro de Estudos e Finanças da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 40% dos investimentos realizados pelos fundos têm como destino títulos públicos, o que representa cerca de R\$1 trilhão de receita para o Estado²¹. Outrossim, o potencial de captação dos fundos tem sido utilizado pelo Estado para a irrigação de recursos em programas de governo de amplitude nacional. Esse é o caso do Fundo de Investimento do Nordeste (FINOR), do Fundo Mútuo de Participação – FGTS e do Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE), destinados a alocar recursos para viabilizar o desenvolvimento econômico da região Nordeste, dos programas de privatização e da indústria de cinema nacional, respectivamente²².

1.2.1 Origem Histórica: Os *Investment Trusts*

A ideia de investir em conjunto e promover, de maneira eficiente, a canalização do capital poupado em direção ao financiamento de projetos e empreendimentos de interesse público e privado não é recente. Os fundos de investimento tem origem nos *investment trusts* anglo-americanos do século XIX²³. Embora parte da doutrina afirme que o primeiro dos fundos teve lugar em Bruxelas, em 1822, com a Sociedade Geral dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional, foi na Inglaterra do século XIX, e, sobretudo, nos Estados Unidos do século XX, que os *trusts* efetivamente foram utilizados para fins de investimento²⁴.

²⁰Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário (FII) Hospital da Criança. Disponível em: <<http://bvmf.bmfbovespa.com.br/sig/FormConsultaPdfDocumentoFundos.asp?strSigla=HCRI11&strData=2013-04-12T19:23:15.293>>. Acesso em: 27 out 2019.

²¹Investimento em Foco: A importância dos Fundos de Investimento no Financiamento do Governo. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/18931/GVcef_Eid%20Junior.%20Investimentos%20em%20foco%20%28II%29.pdf>. Acesso em: 28 Out 2019.

²²CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.169-174.

²³GAGGINI, Fernando Scharwz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001. p.20.

²⁴PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 22.

A palavra inglesa *trust* pode ser traduzida para o português como “confiança, guarda ou cuidado”²⁵, sendo essa uma das principais notações do instituto jurídico ao qual dá nome. Surgido na Inglaterra medieval, como mecanismo de planejamento sucessório de vassalos que rumavam para a guerra, os *trusts* permitiam que determinada pessoa tivesse o gozo de certos bens sem figurar como sua proprietária ou titular nominal. Desse modo, vassalos passaram a instituir *trusts* para evitar que com sua morte os bens que reuniram durante toda a vida fossem transferidos para seus suseranos em detrimento de seus familiares. A transferência da propriedade nominal de seus bens para um administrador com a indicação de seus familiares como beneficiários permitiria a elisão das normas sucessórias e garantiriam o bem-estar da família, o que acabou por popularizar os *trusts*²⁶.

Eduardo Salomão Neto entende que os *trusts* são desdobramentos do direito de propriedade, cindindo entre fiduciante e fiduciário a titularidade nominal e o domínio de certo bem. Assim, por meio do *trust* uma pessoa confiaria a propriedade de certos bens a outra para que esta o administrasse em função de terceiros (*trusts* privados) ou para a consecução de determinados objetivos (*purpose trusts*)²⁷. Caio Mário da Silva Pereira, por seu turno, transportando o instituto para a realidade jurídica brasileira, e acentuando o seu lado obrigacional, define os *trusts* como modalidade de negócio jurídico mediante o qual uma pessoa (fiduciante ou *settlor*) transfere a propriedade resolúvel de certos bens à outra (fiduciário ou *trustee*) para que esta os administre em benefício de terceiro ou do próprio instituidor (beneficiário ou *cestui que trust*)²⁸.

Independentemente de sua exata natureza jurídica, o *trust* é estruturado sobre quatro principais alicerces: o instituidor, o fiduciário, o patrimônio e os beneficiários. Quando instituído, faz surgir para o fiduciário as obrigações de conservação e administração do patrimônio nominalmente transferindo, além dos deveres ligados à boa-fé e equidade²⁹. Como se verá mais a frente, no capítulo relativo ao regime jurídico dos administradores de fundos de investimento, tais obrigações são, em maior ou menor medida, observadas até os dias atuais.

²⁵Dicionário Michaelis. Disponível em: <<https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/trust/>>. Acesso em: 23 Out 2019

²⁶ SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016. p.17-25

²⁷Op. Cit.

²⁸PEREIRA,Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: Contratos**. vol. 3. 21.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 403-407

²⁹Op. Cit.

Embora eficazes, os *trusts* não ficaram restritos às finalidades sucessórias. Séculos depois de seu nascimento, os *trusts* serviram de inspiração a capitalistas ingleses que desejam investir coletivamente, mas encontravam excessivos rigores legislativos para a formação de entidades associativas de investimento; isso culminou no surgimento dos *investments trusts*³⁰. A partir de então, proliferou-se na Inglaterra, e depois nos Estados Unidos, a ideia de que, em lugar de se constituir uma sociedade personificada, pessoas físicas também poderiam se unir comercialmente mediante a transferência conjunta de bens a importantes instituições de crédito para que estas cumprissem a finalidade de administrar seus investimentos³¹.

Os primeiros *investment trusts* ingleses foram o *London Financial Association* e a *International Financial Society*, ambos constituídos em meados do século XIX. Nessa época, além da criticada necessidade de carta real para a constituição de sociedades, exigência instituída pelo *Bubble Act*, as empresas de responsabilidade limitada haviam caído em desprestígio entre os ingleses, em função da bancarrota de renomadas sociedades empresárias envolvidas com a crescente onda de especulação mobiliária. Avessos a grande parte dos riscos especulativos, os *investment trusts*, que inicialmente funcionavam como condomínios fechados com capital fixo e número de cotas preestabelecido, se multiplicaram na Inglaterra³².

Se os *investment trusts* fizeram da Inglaterra o seu berço, foi nos Estados Unidos do Pós-Guerra que mais se desenvolveram³³. Nos Estados Unidos, os *investment trusts*, via de regra, eram administrados por instituições financeiras de elevado poderio econômico, de maneira que passaram a ser vistos pela população como modalidades de investimento rentáveis e seguras. A proximidade dos *investment trusts* com o prestígio dos bancos norte-americanos permitiu que a política de investimento dos *trusts* estadunidenses fosse notadamente mais agressiva do que a de seus semelhantes ingleses. Ao passo que os *trusts* ingleses eram avessos à especulação do

³⁰TERPINS, Nicole Mattar Haddad. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário**. 148 f. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2013, p. 52.

³¹HUTSON, Elaine. **The early managed fund industry: investment trusts in 19th century Britain**. University College Dublin. 2003. Disponível em: <http://www.ucd.ie/t4cms/hutson_2004_history.pdf>. Acesso em: 15 Out 2019.

³²Op. cit.

³³SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 136 f. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília – UnB, Brasília, 2016.p. 21.

mercado de capitais, os americanos enfatizavam a especialização da carteira de ativos e a distribuição constante de lucros entre os seus participantes³⁴.

O primeiro *trust* destinado exclusivamente à aplicação em valores mobiliários surgiu nos Estados Unidos em 1921, na figura do *International Securities Trust of America*³⁵. Até o *Crash* da Bolsa de Nova Iorque, em 1929, os *investment trusts* americanos ostentaram grande popularidade e taxas de crescimento sem precedentes. O impacto macroeconômico do *Crash*, contudo, abalou esse mercado profundamente, de modo que somente com uma série de mudanças legislativas, que culminaram com a criação da *Securities Exchange Commission (SEC)*, entidade reguladora do mercado de capitais estadunidense, e a edição da *Investment Company Act* de 1940, diploma legislativo que delineou a estrutura jurídica do que entendemos hoje como fundos de investimento, é que a confiança nos *investment trusts* americanos se renovou³⁶.

No Brasil, os fundos de investimento surgiram em 1945, com o advento do Decreto-Lei n. 7.583, sob a figura das sociedades de crédito, financiamento e investimento. Nessa época, os fundos de investimento necessariamente deveriam ser constituídos sob a forma de sociedades de capital fixo³⁷. O primeiro fundo de investimento de forma não societária no Brasil foi instituído em 1957. Contrariando o quanto dispunha o Decreto-Lei n. 7.583/45, o Fundo de Investimento Crescinco, administrado pela Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, subsidiária brasileira de empresa integrante do grupo Rockefeller, foi constituído, por meio de escritura pública, sob a forma de condomínio aberto³⁸.

A previsão de fundos condominiais no direito positivo brasileiro se deu pela primeira vez em 1970, com a edição da Resolução n. 145 do Banco Central do Brasil (Bacen). Por esta norma, foi criado o Fundo Mútuo de Investimento, modalidade de investimento coletivo com estrutura condominial, patrimônio separado daquele de seu administrador, e de propriedade de seus condôminos, caracteres que são compartilhados ainda hoje pelos fundos de investimento. A

³⁴ SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 136 f. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília – UnB, Brasília, 2016. p.23-24.

³⁵ PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p.28.

³⁶ Op cit.

³⁷ GAGGINI, Fernando Scharwz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001. p. 21.

³⁸ TERPINS, Nicole Mattar Haddad. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário**. 148 f. 2013 Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2013. p. 66.

quebra do paradigma societário, por seu turno, possibilitou que os fundos se abrissem ao ingresso de novos aportes financeiros sem as limitações impostas pela legislação societária, que exigia capital fixo para as sociedades³⁹.

Ao lado dos mencionados avanços legislativos, fatores econômicos também contribuíram para a consolidação da indústria de fundos de investimento no Brasil. Atribui-se às condições econômicas possibilitadas pelo Plano Real, o crescimento da popularidade dos fundos.⁴⁰ Efetivamente, a estabilidade monetária e a vertiginosa redução dos índices de inflação, tornaram o cenário econômico mais propício para o ingresso de brasileiros no mercado de capitais.

1.3 CONCEITO JURÍDICO-POSITIVO

A legislação brasileira define os fundos como comunhões de recursos, constituídos sob forma condominial e destinados à aplicação em ativos financeiros⁴¹. Conforme preveem as normas de direito positivo, os fundos de investimento são condomínios de capital em que seus investidores, titulares de frações ideais de um patrimônio coletivo, têm o direito de auferir rendimentos de uma mesma carteira de ativos formada de maneira centralizada e sob supervisão profissional⁴².

As frações ideais do patrimônio dos fundos de investimento são representadas por cotas, valores mobiliários publicamente ofertados no mercado de capitais, e o ingresso dos investidores

³⁹SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 136 f. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília – UnB, Brasília, 2016. p. 28.

⁴⁰ GAGGINI, Fernando Scharwz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001.p. 23.

⁴¹Vide, **Circular n. 2.616/95 do Conselho Monetário Nacional (CMN)**: Art. 1º O fundo de investimento financeiro, constituído sob a forma de condomínio aberto, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro, observadas as limitações previstas neste Regulamento e na regulamentação em vigor. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 555/14**: Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros. **Lei 10.406, de 2002**: Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

⁴² PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. vol. VI. 2.ed. CARVALHOSA, Modesto (cord.). Tratado de Direito Empresarial. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 299 – 302.

individuais se dá justamente a partir da subscrição dessas cotas por pessoas naturais e/ou jurídicas interessadas em aderir à política de investimentos proposta pelo regulamento do fundo⁴³.

A captação popular é pressuposto básico ao funcionamento de qualquer fundo de investimento cuja atuação final consistirá em verter os recursos amealhados em uma carteira de ativos financeiros aptos a conferir rendimentos aos seus cotistas. Essa dinâmica exige que os fundos de investimento atuem no mercado ora na ponta captadora, ora na ponta investidora de recursos, exercendo, alternadamente, os papéis de emissores de valores mobiliários e de investidores institucionais de seus participantes⁴⁴.

1.4 NATUREZA JURÍDICA

A relevância de se determinar a natureza jurídica dos fundos de investimento reside na identificação do conjunto de normas aplicáveis às situações jurídicas originadas dessa modalidade de investimento coletivo⁴⁵. De fato, a correta determinação da natureza dos fundos de investimento permite uma melhor compreensão do enquadramento jurídico desse instituto.

No direito positivo, desde a supramencionada Resolução Bacen n.145, que trouxe a figura dos fundos condominiais, o legislador brasileiro tem, reiteradamente, prescrito que os fundos de investimento são comunhões de recursos constituídos sob forma condominial⁴⁶. A Instrução Normativa n. 555 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), prevê que os fundos de investimento são espécies de condomínios⁴⁷. Domesmo modo, essa descrição se reproduz quase que integralmente no recém introduzido artigo 1.368-C do Código Civil (CC/02)⁴⁸.

Em linha com o que prescreve a legislação, o entendimento do Superior Tribunal de Justiça (STJ) também aponta no sentido de que os fundos seriam espécies de condomínio. Em voto proferido no REsp n. 134632/RS, o Ministro Benedito Gonçalves, ao negar a equiparação,

⁴³PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. vol. VI. 2.ed. CARVALHOSA, Modesto (cord.). Tratado de Direito Empresarial. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 299 – 302.

⁴⁴Op. Cit.

⁴⁵PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 48.

⁴⁶DUFFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 84 – 91.

⁴⁷**Instrução Normativa 555 CVM**: Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

⁴⁸**CC/02**: Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

para fins de penhora, entre dinheiro e cotas de fundos de investimento, afirmou que “o fundo de investimento é um condomínio de recursos financeiros, que são captados junto ao mercado, e as cotas representam divisão de seu patrimônio [...] por isso, o valor financeiro das cotas está sujeito [...] a variações”⁴⁹.

A uniformidade das normas de direito posto e a estabilidade pretoriana no que atine à natureza jurídica dos fundos de investimento levaram Rodrigo Duffloth a afirmar que, “salvo reforma legislativa, a proteção jurídica dos investidores em fundos deverá se pautar pela adoção da estrutura condominial como aquela que descreve a natureza jurídica dos fundos de investimento”⁵⁰.

Contudo, se na legislação e na jurisprudência parece não restar maiores dúvidas sobre o que seriam os fundos de investimento, no plano doutrinário é necessário pontuar que a noção de que os fundos são condomínios não possui aceitação plena. Na verdade, parte dos estudiosos enxerga maior proximidade dos fundos de investimento com outros institutos que não o da copropriedade, como por exemplo as figuras societárias e os *trusts*⁵¹.

Os embates no plano doutrinário fizeram surgir quatro principais teorias sobre a natureza jurídica dos fundos, são elas: (1) teoria condominial; (2) teoria da propriedade em mão comum; (3) teoria da propriedade fiduciária; e (4) teoria societária ou associativa⁵².

Muito embora todas as quatro linhas acima mencionadas possuam respaldo teórico, neste trabalho, em respeito ao escopo, adstrito à realidade dos fundos de investimento no Brasil, serão apenas analisadas as relações entre as teorias condominial e associativa, haja vista que as teorias da propriedade em mão comum e da propriedade fiduciária não se enquadram de maneira suficiente às limitações do direito positivo brasileiro⁵³.

⁴⁹ STJ – REsp. nº 1.346.362/RS, Relator: Ministro Benedito Gonçalves, Primeira Turma, Data do Julgamento 04/12/2012, DJe 07/12/2012.

⁵⁰ DUFFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 91.

⁵¹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 181.

⁵² FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 140.

⁵³ A teoria da propriedade em mão comum parte da ideia de condomínio germanístico, enquanto que o Direito Privado brasileiro adota a concepção romana de compropriedade. No condomínio germanístico não se poderia conceber a existência de cotas, o que, por óbvio, vai de encontro da disciplina dos fundos de investimento no Brasil. No Direito Privado do Brasil, a propriedade fiduciária está restrita aos casos em que é constituída para fins de garantia. Além disso, salvo especificamente em relação aos FIIs, cujo regime de registro dos direitos reais adquiridos exige um tratamento jurídico diferenciado, não há qualquer referência legislativa à propriedade fiduciária dos ativos do fundo por seus administradores de fundos. O que existe, na verdade, são deveres fiduciários dos administradores

Com efeito, entendemos que apresentação de conceitos lógico-jurídicos só assume importância prática na medida em que tais definições se coadunam com os limites de um sistema jurídico definido no espaço e no tempo. Na conjuntura atual do direito brasileiro, a discussão a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento só faz sentido sob a ótica das teorias condominial e societária.

1.4.1 Teoria Condominial versus Teoria Societária

Define-se condomínio como um caso especial de comunhão em que mais de um sujeito é titular do direito de propriedade sobre um bem⁵⁴. A marca distintiva desse instituto é a existência de uma pluralidade de sujeitos investidos no direito real de propriedade sobre determinada coisa, exercendo sobre ela os direitos inerentes ao domínio de maneira harmônica e não excludente.

A teoria condominial dos fundos de investimento sustenta o seu pensamento na noção de que os fundos compartilham com a copropriedade seus elementos característicos. Para Felix Ruiz Alonso, as interseções apontadas entre os institutos seriam: a pluralidade subjetiva; a propriedade de coisa comum; e a representação da participação de cada coproprietário mediante frações ideais⁵⁵. Ainda segundo o autor, nem mesmo o fato de o patrimônio dos fundos de investimento ser formado por bens incorpóreos ou valores mobiliários, desnaturaria a sua condominialidade; haveria sempre uma massa patrimonial única titularizada por diversos sujeitos⁵⁶.

Noutro giro, a teoria societária aponta que os fundos de investimento possuem caráter associativo, e não condominial. Para seus seguidores, os fundos não seriam condomínios, mas constituiriam sociedades especiais⁵⁷, sociedades simples⁵⁸ ou sociedades em comum⁵⁹. Independentemente do tipo societário propugnado, a corrente de pensamento que atribui aos

para com os cotistas, esses sim proprietários dos fundos (cf. CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.189-192).

⁵⁴ DANTAS, San Tiago. **Programa de Direito Civil**. vol. 3.2.ed. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1981. p. 127.

⁵⁵ ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. **Revista da Faculdade de Direito**, Universidade de São Paulo, 66, 1971, p.223-271. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66628>>. Acesso em: 26 Out 2019

⁵⁶ Op cit.

⁵⁷ SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 136 f. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília – UnB, Brasília, 2016.p.55-66.

⁵⁸ PAVIA, Eduardo Cherez. **Op cit**. p. 48-55.

⁵⁹ CARVALHO; Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 192-199.

fundos natureza de sociedade tem como premissa os seguintes argumentos: a incompatibilidade entre os direitos de condômino e de cotista; a possibilidade de se enquadrar os fundos ao conceito de sociedade trazido por lei; e a semelhança estrutural dos fundos e sociedades anônimas.

A feição associativa dos fundos de investimento é defendida por Mário Tavernard Martins de Carvalho que, corroborando as ideias de Oscar Barreto Filho, afirma haver *affectio societatis* entre os cotistas que aderem aos fundos. Para o doutrinador, a *affectio societatis* existiria entre os cotistas de fundo de investimento na medida que os investidores estariam conjugando esforços e recursos em um negócio comum, dividindo entre si os riscos do empreendimento⁶⁰. Por outro ângulo, Nelson Eizirik et al. esclarecem que os cotistas não se vinculam por uma ligação associativa, mas por um arranjo contratual. Explicam os autores que o vínculo interpessoal entre o *pool* de cotistas é irrelevante para a constituição do fundo, que toma forma não pela comunhão de propósitos de variados investidores individuais, mas pela adesão em massa dos cotistas à estratégia divulgada por aquele instrumento de investimento⁶¹.

Não concordamos com a posição da teoria societária. A ausência de personalidade jurídica é fator que, por si só, exclui a possibilidade de serem os fundos enquadrados em qualquer dos tipos societários personificados⁶². O enquadramento dos fundos de investimento às sociedades não personificadas, por sua vez, exige a demonstração de que entre os cotistas há *affectio societatis*, o que também não parece ser possível. Muito embora Fabio Ulhoa Coelho defina *affectio societatis* genericamente “como a disposição que toda pessoa manifesta de lucrar ou suportar prejuízos em decorrência do ingresso em negócio comum”⁶³, alinhamo-nos ao pensamento de Eizirik no sentido de que entre os cotistas de fundos de investimento não há qualquer vínculo capaz de ilustrar um liame subjetivo para fins de formação de sociedade. Ao revés, se apresenta claro que os investidores guardam relação meramente accidental.

Em que pese se deva reconhecer que as ponderações feitas pela teoria societária são pertinentes para o desenvolvimento da dogmática associada a essa modalidade *sui generis* de condomínio que são os fundos de investimento, o advento da Lei n. 13.874/19 parece ter colocado termo na histórica discussão. A plausibilidade da teoria societária se sustentava na

⁶⁰ CARVALHO; Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 193.

⁶¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 83.

⁶² CC/02: Art. 44. São pessoas jurídicas de direito privado: [...] II – as sociedades.

⁶³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial : direito de empresa** – 23. ed. – São Paulo : Saraiva, 2011. p. 159

incompatibilidade do condomínio disciplinado pelo CC/02 com o teor das normas administrativas baixadas pela CVM a respeito dos fundos, e no possível encaixe da noção de fundo de investimento ao conceito de sociedade⁶⁴. Como se percebe, seja por um ou por outro argumento, a força da crítica feita pela corrente associativa se pautava na ausência de um regulamento legal de condomínio que abarcasse as peculiaridades dos fundos de investimento e na existência de regras societárias compatíveis com seu funcionamento.

A famigerada Declaração de Direitos de Liberdade Econômica parece ter preenchido esse vazio. De uma só vez, a mudança legislativa inseriu no CC/02 disciplina específica para os fundos, afastou a incidência das normas relativas aos condomínios tradicionais regulados pelos artigos 1.314 a 1.330, reconheceu a legalidade do regime jurídico-administrativo estabelecido pelas normas da CVM e reiterou o enquadramento dos fundos enquanto condomínios *sui generis*⁶⁵. Dito isso, não há mais espaço para dúvidas acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento, condomínios mobiliários que são.

Registre-se, por fim, que a resposta para a indagação relativa à natureza jurídica dos fundos, contudo, não significa que tenham deixado de existir semelhanças entre o tratamento jurídico conferido aos fundos e às sociedades. Malgrado constituam tipos jurídicos autônomos, é evidente que as normas administrativas baixadas pela CVM para os fundos de investimento possuem inspiração no regime jurídico aplicado às sociedades anônimas de capital aberto, também submetidas a padrões de organização interna rigorosos e administração profissional. De qualquer modo, não é difícil perceber, pelo estado da arte da regulação brasileira, que essa semelhança tem como objeto conformar a atuação desses condomínios mobiliários ao mercado de capitais e aos seus rigores de governança corporativa, e não transformá-los em algo que não são. A melhor definição de fundos de investimento é dada por Aloysio Lopes Pontes em ensaio da década de 1970: “os fundos de investimentos consistem na conjugação de poupanças de diversos investidores, sem qualquer propósito associativo, para, mediante a melhor e mais diversificada aplicação possível, obter mais vantajoso e seguro rendimento”⁶⁶.

⁶⁴ PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 48-56.

⁶⁵ CC/02: Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. §1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código. §2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo.

⁶⁶ PONTES, Aloysio Lopes. **Instituições Financeiras Privadas**. Rio de Janeiro: Forense, 1973. p.79.

1.5 MODALIDADES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Estima-se que existam mais de 14.000 fundos de investimento no Brasil, cada um com patrimônio, estratégias, composições de carteira e *pool* de cotistas diferentes⁶⁷. Ante a magnitude da chamada “indústria de fundos” no Brasil, é improvável e despiciendo numerar exaustivamente os tipos de fundos de investimento atualmente em atividade. De qualquer sorte, os fundos de investimento podem ser classificados em tipos gerais a partir da circulabilidade de suas cotas, do principal fator de risco presente em suas carteiras, da norma de regência a que se submetem, do perfil de seus cotistas, e da natureza dos ativos investidos.

Relativamente à circulabilidade de suas cotas e à permissão de novos aportes de capital, os fundos de investimento podem ser constituídos como condomínios abertos (*open-end*) ou fechados (*closed-end*)⁶⁸. Nos fundos abertos, normalmente instituídos sem prazo determinado, novas cotas podem ser emitidas e novas aplicações podem ser feitas a qualquer momento⁶⁹, tendo os cotistas direito subjetivo de requerer o resgate de seus valores nos períodos permitidos pelo regulamento⁷⁰. Nos fundos fechados, por sua vez, o número de cotas é fixo, e aos cotistas não é permitido o resgate de seus rendimentos até o implemento do termo final do fundo, sempre constituído por tempo determinado⁷¹.

A liberdade de emissão e resgate de cotas permite que os fundos abertos apresentem maior liquidez para os cotistas, que poderão obter rendimentos e aumentar ou diminuir suas participações na carteira de ativos a qualquer momento. A impossibilidade de novas emissões e resgates prévios nos fundos fechados, por outro lado, exige que o poupador interessado em aumentar sua participação na carteira ou em auferir rendimentos com seus investimentos negocie

⁶⁷ PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p.15.

⁶⁸ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**.vol. 1.Tomo 2. São Paulo: Editora FGV.p. 352.

⁶⁹ **IN CVM 555**: Art. 18. A distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM.

⁷⁰ **IN CVM 555**: Art. 4º O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento [...].

⁷¹ **IN CVM 555**: Art. 9º: A CVM cancelará o registro de funcionamento: [...] II – do fundo fechado, quando não for subscrito o número mínimo de cotas representativas de seu patrimônio inicial após o prazo de distribuição. Art. 20. A distribuição de cotas de fundo fechado depende de prévio registro na CVM, ressalvadas as hipóteses de dispensa expressamente previstas em norma.

no mercado secundário⁷², adquirindo as cotas de outros investidores ou cedendo as que já possui.⁷³

O diploma normativo elementar dos fundos de investimento é a Instrução Normativa n. 555 da CVM, que traz regras básicas referentes ao regime jurídico de todos os fundos. Conquanto a aplicação da IN n. 555 CVM se dê maneira genérica a todos os fundos, existem fundos que, por suas particularidades, exigem regras específicas. Nesse contexto, aqueles que são integralmente regidos pela IN n. 555 CVM são classificados como fundos não estruturados enquanto que os fundos com disciplinas próprias classificam-se como estruturados⁷⁴.

Utilizando como parâmetro a composição da carteira de investimentos, a IN n.555 CVM separa os fundos não estruturados em: fundos de renda fixa, fundos de ações, fundos cambiais e fundos multimercados⁷⁵. Fundos de renda fixa são os fundos não estruturados que alocam, pelo menos, 80% de seu capital em títulos de renda fixa⁷⁶, ativos financeiros cujos principais fatores de risco são a variação da taxa de juros e a inflação⁷⁷. Fundos de ações são fundos cuja carteira de investimento é formada primordialmente por ações e papéis correlatos⁷⁸ admitidos à negociação no mercado de capitais, sendo o preço diário dessas ações o principal fator de risco do investimento⁷⁹. Fundos cambiais são fundos cujo patrimônio líquido investido sofre flutuação com base no preço de moeda estrangeira ou no índice do cupom cambial⁸⁰. Diferentemente dos

⁷²O mercado secundário se caracteriza por ser o mercado de revenda de valores mobiliários, ao passo que o mercado primário destina-se à colocação original desses títulos e contratos de investimento coletivo (Cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 185.)

⁷³MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. vol. 1. Tomo 2. São Paulo: Editora FGV, 2015. p. 352.

⁷⁴PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. Tratado de Direito Empresarial. vol.VI. CARVALHOSA, Modesto (org). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 312-314

⁷⁵IN CVM 555: Art. 108. Quanto à composição de sua carteira, os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificam-se em: I – Fundo de Renda Fixa; II – Fundo de Ações; III – Fundo Multimercado; e IV – Fundo Cambial.

⁷⁶Exemplos de títulos de renda fixa: títulos públicos federais, debêntures e os títulos de emissão bancária como certificados de depósito e letras de crédito imobiliário. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/rendafixa.html>. Acesso em: 23 Out 2019.

⁷⁷IN CVM 555: Art. 109. Os fundos classificados como “Renda Fixa”, devem ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos.

⁷⁸Papéis correlatos para fins de enquadramento à categoria de fundos de investimento em ações seriam bônus e recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, BDRs e cotas de outros fundos de ações Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/acoes.html>. Acesso em 23 Out. 2019.

⁷⁹IN 555 CVM: Art. 115. Os fundos classificados como “Ações” devem ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado.

⁸⁰IN 555 CVM: Art. 116. Os fundos classificados como “Cambiais” devem ter como principal fator de risco de carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.

demais fundos não estruturados, com fatores preponderantes de risco bem delimitados, os fundos multimercados se caracterizam por uma política de investimento livre, sem obrigação de concentrar patrimônio em nenhum fator ou ativo específico⁸².

Os fundos estruturados se subdividem com base nos objetivos de investimento a que se destinam⁸³. Não possuindo a intenção de esgotar as categorias de fundos estruturados, empreendimento frívolo na medida em que os fundos de investimento possuem liberdade para alocar recursos em “ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza” conforme prevê o artigo 1.368-C do CC/02, e também porque o objeto central deste trabalho é analisar a responsabilidade civil dos administradores de fundos, e não esgotar todas as políticas de investimento passíveis de adoção por esses condomínios mobiliários, assunto que reputa-se melhor adequado à economia do que com o direito, somente serão apresentados os caracteres fundamentais de alguns fundos estruturados (FIPs, FIIs e FIDCs) em razão de sua importância econômica.

Os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) são fundos fechados que se destinam à aquisição de ações e outros títulos conversíveis em ações com o propósito de participar da gestão e de exercer influência sobre o processo decisório das companhias investidas⁸⁴. Todo o investimento feito pelos FIPs deve ter como norte a efetiva influência do fundo sobre a administração e estratégia da companhia investida, se diferenciando dos fundos de ações justamente pela postura ativa que precisam adotar para com as empresas destinatárias dos investimentos. A exigência de que os FIPs participem da gestão da companhia investida tem como efeito fazer com que os investimentos realizados por essa categoria sejam, via de regra,

⁸¹Cupom cambial é a taxa de juro calculada a partir da diferença entre a taxa média de depósitos interfinanceiros de um dia (DI) e a taxa de câmbio de reais por dólar (cf. BARBOSA, Diego Makasevicius. **Previsão da Estrutura a Termo de Cupom Cambial**. Rio de Janeiro 2017. p. 18. Dissertação (Mestrado), Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <[http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/19300/Trabalho%20Final%20\(Assinada\).pdf?sequence=1](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/19300/Trabalho%20Final%20(Assinada).pdf?sequence=1)>. Acesso em: 28 Out 2019

⁸²DECCACHE, Maria Magalhães. **Fundos de investimento no Brasil: rentabilidade em diferentes cenários econômicos**. Monografia (Graduação em Economia). 39 f. 2017. PUC-RJ. Rio de Janeiro, 2017. p. 18-22. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Maria_Magalhaes_Deccache.pdf>. Acesso em: 28 Out 2019

⁸³PARENTE. Norma Jonsen. **Mercado de Capitais**. Tratado de Direito Empresarial. vol. VI. CARVALHOSA, Modesto (cord.). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 314-331.

⁸⁴RIBERO, Leonardo Fernandes da Matta. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. 132 f. 2016. p. 68-69. Dissertação (Mestrado em Direito). FGV. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/16391>> Acesso em: 28 Out 2019.

pujantes e concentrados, pois o controle de uma dada companhia pressupõe capacidade de voto suficiente para indicação de representante para o seu conselho de administração⁸⁵.

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) são os únicos que além de norma específica da CVM, IN n. 472 CVM, possuem regramento legal peculiar previsto na Lei n. 8.668/93. Os FIIs, assim como os FIPs, são fundos fechados, mas destinam-se a aplicações em “empreendimentos imobiliários”. O conceito de empreendimentos imobiliários para fins de alocação de recursos por FIIs é trazido pelo artigo 45 da IN n. 472 CVM, abarcando amplíssimo espectro de ativos que compreende desde desde direitos reais sobre bens imóveis até papéis de companhias cuja atividade econômica esteja vinculada à construção civil e ao mercado imobiliário⁸⁶.

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ou Fundos de Recebíveis (FIDCs) são fundos de constituição aberta ou fechada, destinados a investidores profissionais, cujo objeto de investimento são direitos e títulos representativos de créditos. Os FIDCs promovem a circulação de riquezas entre agentes deficitários e investidores mediante um processo chamado “securitização”. Por esse processo, os FIDCs adquirem direitos de crédito dos setores produtivos da economia e lastreiam o valor de suas cotas nesses recebíveis adquiridos⁸⁷.

O investimento realizado pelos FIDCs tem como principal álea o de inadimplemento dos devedores dos créditos adquiridos. Todavia, esse risco de crédito é também fator relevante para a remuneração de seus cotistas, uma vez que os titulares originários dos créditos os cedem para os fundos mediante contraprestação pecuniária inferior ao valor total da dívida. Esse deságio é essencial para que os FIDCs sejam rentáveis aos seus participantes, de modo que a capitalização dos investimentos se manifestará a partir da diferença de positiva de preço entre o valor a ser recebido pelo fundo com a liquidação da dívida e o valor despendido pelo fundo para a aquisição do direito ao crédito⁸⁸.

⁸⁵RIBERO, Leonardo Fernandes da Matta. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. 132 f. 2016. p. 68-69. Dissertação (Mestrado em Direito). FGV. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/16391>> Acesso em: 28 Out 2019.

⁸⁶TERPINS, Nicole Mattar Haddad. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário**. 148 f. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2013, p. 70-79.

⁸⁷ROQUE, Pamela Romeu. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. São Paulo: Almedina, 2014. p. 21-24 e 40-44.

⁸⁸PIRES, Daniela Marin, **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 2 ed. São Paulo: Almedina, 2015. p. 26-27 e 85-92.

Apresentado o panorama jurídico e econômico dos fundos de investimento no Brasil, com a conclusão de que são modalidades especialíssimas de condomínios de poupanças, orientados pelas mais variadas estratégias de investimento e categorias, passa-se agora ao estudo pormenorizado do regime jurídico aplicável ao administrador fiduciário, principal responsável por dar destinação aos recursos alocados nos fundos e figura central no problema de pesquisa.

2 OS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Ensina Maria Sylvia Zanella Di Pietro que os atos de administração, tanto no direito público quanto no direito privado, se limitam à guarda e à fruição dos bens de um terceiro, que na condição de administrado impõe a orientação de como o administrador deve agir⁸⁹. Os atos de administração, portanto, são subordinados e devem ser praticados em benefício daqueles que detêm a propriedade do bem ou titularizam interesse administrado. No campo do direito empresarial, a administração também se caracteriza por ser uma atividade vinculada. Carvalhosa e Eizirik definem a administração de sociedades empresárias como um “dever-poder” outorgado a certas e determinadas pessoas para gerir negócios em nome dos outorgantes⁹⁰.

Em linha com essas premissas, no âmbito dos fundos de investimento, os negócios são conduzidos e supervisionados por um administrador profissional, a quem incumbe zelar pela manutenção dos interesses dos proprietários do fundo. Como o administrador concentra em si todas as tarefas relativas ao surgimento, manutenção, operação e liquidação dos fundos⁹¹, constitui figura central no sucesso ou insucesso do investimento, não se podendo cogitar o regular funcionamento de um determinado fundo, assim como, a adequada proteção de seus investidores sem a estrita observância, por parte dos administradores, de suas obrigações. Para fins dessa monografia, tratar-se-ia de tarefa inviável a definição da natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores sem antes delimitar suas atividades e seu regime jurídico próprio.

2.1 NATUREZA FIDUCIÁRIA DA ATIVIDADE DE ADMINISTRAÇÃO

Os administradores de fundos de investimento são, antes de mais nada, gestores de patrimônio alheio. Por esse motivo, não se confundem com os titulares do patrimônio do fundos e tampouco podem ser considerados seus proprietários. Na verdade, os administradores atuam em nome do fundo e em função do *pool* de investidores que o compõe. Como já esclarecido no capítulo anterior, a propriedade dos fundos pertence aos seus cotistas, que detêm, em conjunto, a

⁸⁹ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 29 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 81-82.

⁹⁰ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 365-66.

⁹¹ **IN 555 CVM**: Art. 78. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.

totalidade do patrimônio de determinado fundo, e, em separado, frações ou parcelas ideais de sua carteira de ativos. Em função disso, o agir do administrador deve ser orientado pela defesa dos interesses do fundo e de seus proprietários: os cotistas⁹².

Fernando Schwarz Gaggini explica que os administradores de fundos de investimento, pelo fato de praticarem atos com somas patrimoniais que lhes são confiadas em nome dos fundos e em favor de um grupo de cotistas, reúnem características típicas de mandatários, comissários e depositários, sem se confundir com qualquer deles. Para o autor, a relação jurídica estabelecida entre os administradores, os fundos e seus cotistas seria atípica, tendo como pano de fundo um contrato de investimento, que se enquadraria, entre os tipos contratuais gerais, como de adesão⁹³. Já de acordo com Rogério Monteiro, “a relação que se estabelece ente os cotistas e o administrador tem natureza de prestação de serviços especializados, cujo fornecimento segue forma clara e detalhada pelo ordenamento”⁹⁴. Esclarecendo o que de especial haveria em tal relação de prestação de serviços, Mário Tavernard Martins de Carvalho, entende que a relação jurídica apontada por Gaggini como atípica consistiria em relação de prestação de serviços de natureza fiduciária, uma vez que o administrador, no exercício de suas funções, estaria a realizar atividade remunerada, prestada diretamente ao fundo e, indiretamente, aos seus cotistas, titulares e beneficiários da comunhão de recursos⁹⁵.

Em linha com os entendimentos doutrinários, os administradores são remunerados pelos serviços que prestam tanto pelo fundo quanto por cada cotista individualmente considerado. O fundo remunera o administrador pelos serviços gerais que realiza mediante uma contraprestação periódica, calculada mensalmente sobre o patrimônio líquido do fundo e provisionada dia a dia, intitulada taxa de administração. Além da taxa de administração, o regulamento pode prever uma taxa de performance, paga ao administrador por resultados que ultrapassem as metas de rendimento do fundo no período mínimo de seis meses. Além disso, os cotistas assumem o

⁹²CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.105.

⁹³GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001.p. 41-45.

⁹⁴ MONTEIRO, Rogério. Responsabilidade do Administrador de Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 30, p. 283, Out. 2005.

⁹⁵CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.p. 105.

pagamento das taxas de ingresso e de saída, que visam colaborar com os dispêndios efetuados pelo administrador com a publicidade do fundo e com o pagamento das cotas resgatas⁹⁶.

De fato, há entre os administradores, os fundos e seus cotistas, uma relação de prestação de serviços pautada na confiança, uma vez que os investidores depositam seus recursos nos fundos, obtendo, em contrapartida, valores mobiliários, com a expectativa de que o administrador, dotado de expertise profissional, aloque a soma dessas contribuições em ativos rentáveis e com risco controlado.

2.2 EXIGÊNCIAS NORMATIVAS PARA A ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS

A fundada expectativa de que os administradores possuam capacidade técnica na negociação dos recursos dos fundos de investimento se traduz na exigência de que tenham credenciamento específico junto à CVM. Nessa linha, apenas podem ser administradores de fundos de investimento as pessoas jurídicas registradas na CVM sob a rubrica de “administradores fiduciários”, enquadramento que pressupõe o preenchimento de requisitos caracterizadores da idoneidade financeira e de condições organizacionais mínimas para a gestão segura do patrimônio dos cotistas.⁹⁷

De acordo com a IN n. 558 CVM reúnem as condições necessárias ao credenciamento como administradores fiduciários: (1) instituições financeiras e instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen; e (2) sociedades com sede no Brasil, inscrição regular no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do Ministério da Economia (CNPJ/ME), objeto social que abarque o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários, e balanço patrimonial com no mínimo R\$550.000,00 (quinhentos e cinquenta mil reais) escriturados na conta de patrimônio líquido, assim como, no ativo circulante, dentro da conta de disponibilidades e de investimentos⁹⁸.

⁹⁶CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 110-114.

⁹⁷PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 113-114.

⁹⁸IN 558 CVM: Art. 1º [...] §2º Podem ser registrados na categoria de administrador fiduciário: I – as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, observada a regulamentação específica; II – pessoa jurídica que mantenha, continuamente, valores a no mínimo 0,20% dos recursos financeiros sob administração de que trata o item 6.3.c do Anexo 15-II ou mais do que R\$550.000,00 (quinhentos e cinquenta mil reais) o que for maior, em cada uma das seguintes contas do Balanço Patrimonial elaborado de acordo com a Lei

2.3 O REGIME JURÍDICO APLICÁVEL AOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS

Larissa Carneiro Rodrigues afirma que no direito brasileiro haveria um princípio à proteção do investimento e do investidor, norma genérica que estaria vocacionada à salvaguarda do equilíbrio e da transparência entre os alocadores de recursos no mercado de capitais⁹⁹. Transportado para a realidade dos fundos de investimento, a observância de tal princípio, considerando a plêiade de tarefas que devem ser desempenhadas pelos administradores, invariavelmente perpassa o adequado desempenho de tais funções. Não à toa, e como se verá a seguir, a legislação brasileira, bem como, a regulação privada aplicável ao mercado de capitais é extremamente minudente e detalhista no que atine às obrigações dos administradores de fundos de investimento, estabelecendo, assim, um regime jurídico extremamente rigoroso.

De Plácido e Silva conceitua a expressão regime jurídico como “o conjunto de normas [...] compreendendo desde normas de origem constitucional até disposições privadas, que regulam determinada situação¹⁰⁰”. Os administradores de fundos de investimento têm o seu agir disciplinado por uma teia de normas que, em conjunto, representam o seu regime jurídico. Indubitavelmente a investigação desse regime consiste em importante passo na definição da natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores, na medida que esse emaranhado de regras desvela a série de posições jurídicas que podem ser assumidas por esses sujeitos, bem como, os limites de seu agir lícito.

Como já se sabe, as funções desempenhadas pelos administradores de fundos de investimento buscam promover a circulação de riquezas entre os titulares do fundo e empreendedores que necessitam de financiamento no âmbito do mercado de capitais, oferecendo, no final das contas, rendimentos para os cotistas com a realização dos projetos financiados e a valorização dos ativos investidos. Para a perseguição e posterior consecução de tais finalidades, os administradores assumem uma série de obrigações, diretas e laterais, oriundas do contrato de investimento e das normas regulatórias vigentes, que orientam o seu atuar no sentido de proteger o fundo, os cotistas e os demais agentes envolvidos no mercado de capitais.

n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com as normas da CVM: a) patrimônio líquido.; e b) disponibilidades, em conjunto com investimentos em títulos públicos federais.

⁹⁹ RODRIGUES, Larissa Carneiro. Ação Civil Pública e a Proteção dos Investidores no Mercado de Capitais. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, Brasília: vol. 13, Jul - Set 2019.

¹⁰⁰ SILVA, De Plácido e. **Vocabulário Jurídico**. Atualizadores Nagib Slaibi Filho e Priscilla Pereira Vasques Gomes. 31 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 1186.

Esclarece-se que o mercado de capitais constitui espécie do mercado financeiro em que títulos emitidos em massa são negociados de maneira direta entre agentes com excedentes de capital e agentes necessitados de recursos, constituindo divisão do sistema financeiro nacional onde são realizadas operações desintermediadas¹⁰¹. No âmbito do mercado de capitais, os empreendedores (agentes deficitários) obtêm financiamento direto para a realização de seus projetos mediante a oferta pública de instrumentos financeiros, e os investidores (agentes superavitários) aplicam seus recursos nesses títulos e contratos de investimento coletivo (valores mobiliários) com vistas a obterem rendimentos futuros sem que precisem absorver os ônus inerentes aos serviços bancários¹⁰².

A importância do mercado de capitais para o financiamento da iniciativa privada é incalculável, servindo como instrumento de efetivação do princípio constitucional do desenvolvimento econômico, e consistindo em *locus* de elevado interesse público. O interesse público que permeia o mercado de capitais impõe às instituições emissoras de valores mobiliários e aos investidores, sobretudo os institucionais -- duas das categorias nas quais se enquadram os fundos de investimento -- rigorosas regras de governança corporativa, que vão desde prescrições de transparência (*disclosure*) até prescrições de prestação de contas (*accountability*)¹⁰³. A atuação dos fundos no âmbito do mercado de valores mobiliários enseja a incidência da normas fiscalizatórias que regulam tal ambiente, o que, por consectário lógico, impõe aos administradores, seus principais representantes, uma série de deveres regulatórios vocacionados a garantir a confiabilidade e segurança do investimento em valores mobiliários.

A regulação primária do mercado de capitais é realizada pela CVM, agência reguladora instituída pela Lei n. 6.385/76, para assegurar o crescimento e a eficiência alocativa do mercado, mediante a criação e aplicação de regras limitadoras da liberdade dos participantes do mercado¹⁰⁴. Além das normas baixadas pela CVM, de cunho administrativo e de origem estatal, os agentes inseridos no mercado de capitais devem obediência a regras de caráter ético instituídas

¹⁰¹ YAZBEK, Otávio. **Mercado de Capitais**. In: Tratado de Direito Comercial. vol 4. COELHO, Fabio Ulhoa (org). São Paulo: Saraiva, 2015. p. 230.

¹⁰² BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 191.

¹⁰³ FERREIRA NETO, Ermiro. **Privacidade e Divulgação de Remuneração no Mercado de Capitais**. Salvador: Juspodivm, 2015. p. 84.

¹⁰⁴ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 379-381.

por seus pares¹⁰⁵. Especificamente no caso dos administradores de fundos, as regras de autorregulação se encontram concentradas no Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para Administradores de Recursos de Terceiros.

Dito isso, percebe-se que os fundos, e especialmente seus administradores, devem obedecer tanto a regras públicas quanto a limitações privadas, de sorte que o regime jurídico a eles aplicado é composto por regras destinadas a garantir a proteção sistêmica do mercado, assim como a tutela individual dos investidores-cotistas¹⁰⁶.

2.3.1 Obrigações dos Administradores Frente ao Fundo e aos Cotistas

Ao lado dos deveres para com o regular funcionamento do mercado de capitais, incidentes de maneira indistinta sobre todos e quaisquer indivíduos e entidades que negociam, em nome próprio ou alheio, valores mobiliários, os administradores de fundos de investimento possuem deveres relativos à manutenção e continuidade dos fundos aos quais estão vinculados, bem como obrigações referentes aos investidores que lhes confiam parcelas do patrimônio para a aquisição de ativos financeiros e formação de carteiras de investimento eficientes.

Eduardo Montenegro Dotta, ao analisar os variados deveres a que se submetem os administradores de fundos de investimento, sugere uma divisão tripartite entre obrigações fiduciárias, administrativas e de empenho. Didaticamente, o autor explica cada uma das classes de obrigações assumidas pelos administradores de fundos de investimento da seguinte maneira:

i. Obrigações fiduciárias – ligadas à confiança que o investidor deposita nos prestadores de serviços (administrador e gestor) enquanto seus representantes juntos ao mercado e guardião de seus recursos; ii. Obrigações administrativas – ligadas à organização dos negócios do dia-a-dia do fundo e como o interlocutor dos investidores juntos à CVM; iii. Obrigações de empenho – ligada à credibilidade do administrador e gestor no emprego dos melhores esforços na busca das melhores condições de mercado para o investidor. Obrigações estas mais ligadas atualmente à performance do gestor de recursos¹⁰⁷.

¹⁰⁵ O modelo de regulação do mercado de capitais brasileiro é marcado pela complementariedade de mecanismos estatais e de mecanismos privados de cumprimento forçado de normas de conduta. O conjunto de regras e procedimentos oriundos dos atores privados (i.e. Anbima e B3) é chamado de autorregulação. (cf. PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 44-48).

¹⁰⁶ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. Tratado de Direito Empresarial. vol.VI. CARVALHOSA, Modesto (cord.). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p.55-56.

¹⁰⁷ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2018. p.117.

Embora se adote como paradigma a classificação defendida por Eduardo Montenegro Dotta, as obrigações dos administradores de fundos de investimento serão analisadas na seguinte ordem: (1) obrigações organizacionais ou administrativas; (2) obrigações de gestão de ativos (empenho); e (3) obrigações fiduciárias. No campo das obrigações fiduciárias, é necessário, ainda, enfrentar os subdeveres de informação, diligência e lealdade, que, na lição de Norma Jonsen Parente, são obrigações compartilhadas tanto por administradores de fundos de investimento quanto diretores de companhias, haja vista a relação de confiança que liga a propriedade (cotistas e acionistas) com a administração¹⁰⁸.

A razão de ser de tal estrutura se deve ao fato de que o regime de responsabilidade civil dos administradores em face de danos provocados aos cotistas de fundos de investimento, principal objeto de análise deste ensaio, e assunto ainda a ser abordado, possui maior afinidade com as obrigações fiduciárias e de empenho dos administradores, uma vez que diretamente relacionadas com o sucesso ou insucesso da gestão promovida pelos administradores.

2.3.1.1 Obrigações Organizacionais

As obrigações administrativas são aquelas ligadas à constituição e regularização dos fundos de investimento junto às entidades de regulação e autorregulação do mercado, bem como, as atividades relacionadas à manutenção e à realização de operações diárias pelos fundos. Esses serviços de cunho organizacional prestados pelos administradores também englobam a contratação de terceiros para a realização de atividades especializadas (i.e. custódia de ativos, emissão de valores mobiliários, gestão de recursos, etc.) e a observância de padrões contábeis para com as operações dos fundos. Sintetizando, as obrigações administrativas mantêm relação direta com o funcionamento do fundo enquanto estruturas dotadas de organização interna e que se destinam ao influxo e à canalização de investimentos no mercado de valores mobiliários¹⁰⁹.

¹⁰⁸PARENTE, Norma Jonsen. **Mercado de Capitais**. Tratado de Direito Empresarial. vol.VI. CARVALHOSA, Modesto (coord). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p.310.

¹⁰⁹FRANCO, Juliana Maria Pinheiro. Regulamentação Aplicável às Atividades de Administração de Fundos de Investimento e de Carteiras de Valores Mobiliários. **Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo**, vol. 29, p. 211-226, Jan-Jun. 2012.

O ato de constituição de um fundo de investimento é ato privativo de seu administrador¹¹⁰. Ao administrador incumbe elaborar e aprovar, unilateralmente, o regulamento do fundo - instrumento que disciplina, à luz da miríade de normas aplicáveis, a política de investimento, a estrutura dos fundos, se *open-end* ou *closed-end*, e os direitos conferidos aos cotistas, considerados em conjunto, e a cada classe de cotistas, em especial – e levá-lo à registro perante a CVM e a Anbima, dando início e publicidade à existência jurídica dessa modalidade de investimento coletivo¹¹¹.

Além do regulamento, ato constitutivo do fundo, o administrador também deve elaborar a lâmina de informações essenciais e o material de divulgação, documentos que transmitem aos poupadores as características e principais riscos da política de investimento adotada pelo fundo¹¹². Note-se que a elaboração de tais documentos joga luz sobre a participação central do administrador na fixação e no estabelecimento das diretrizes dos fundos aos quais está vinculado, o que acaba por lhe impor o importante encargo de elaborar uma estratégia de captação que consiga ser atraente para os investidores no mercado primário e que ofereça liquidez aos cotistas que vierem a negociar no mercado secundário. Entre os diversos ativos nos quais se pode investir, os multifârios perfis de investidores que se pretende alcançar e as formas condominiais que os fundos podem assumir (*closed-end* ou *open-end*), cabe ao administrador, no exercício de seu poder-dever organizacional, eleger a melhor combinação para a captação de recursos e o sucesso econômico do empreendimento investido.

A ausência de personalidade jurídica por parte dos fundos de investimento implica no dever de seus administradores de representá-los perante os órgãos de fiscalização estatal (CVM) e de fiscalização privada (Anbima). Assim, recai sobre os administradores o dever de interlocução com as entidades fiscalizadoras do mercado, e por isso, que devem assegurar o fluxo de

¹¹⁰RIBERO, Leonardo Fernandes da Matta. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. 132 f. 2016. p. 68-69. Dissertação (Mestrado em Direito). FGV. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/16391>> Acesso em: 28 Out 2019.

¹¹¹IN 555 CVM: “Art. 6º O fundo será constituído por deliberação de um administrador a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo. Art. 7º . O funcionamento do fundo depende do prévio registro na CVM, o qual será procedido por meio do envio, pelo administrador, dos documentos previstos no art. 8º, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e considerar-se-á automaticamente concedido na data constante do respectivo protocolo de envio”.

¹¹²PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 90.

informações entre o fundo, a CVM e a Anbima, prestando esclarecimentos e fornecendo dados estatísticos, ligados ou não à performance dos fundos, periodicamente ou quando solicitados¹¹³.

As atribuições organizacionais dos administradores de fundos de investimento também abrangem a prestação de contas, a correta escrituração das operações do fundo e a guarda de seus documentos e livros¹¹⁴. De acordo com o artigo 90, inciso I, da IN 555 n. CVM, devem ser elaborados, custeados e guardados, em ordem, pelo administrador o registro de cotistas, os livros de atas de assembleia e presença de cotistas, os pareceres de auditores independentes e os registros contábeis das operações e do patrimônio do fundo¹¹⁵.

Como os fundos ora são emissores ora investidores de valores mobiliários, seus administradores devem criar estruturas e procedimentos internos que permitam a adequada distribuição e escrituração das cotas, a custódia dos ativos investidos e a mais precisa avaliação dos riscos a que está exposta a carteira de investimentos. Essa pletera de deveres, por razões de eficiência alocativa e limitação técnica, pode não ser realizada diretamente pela instituição administradora do fundo, mas por terceiros que são por ela contratados¹¹⁶.

A esse respeito, o artigo 78, §2º da IN 555 CVM permite ao administrador terceirizar as atividades de distribuição e escrituração de cotas, análise de risco, consultoria de investimentos, tesouraria, custódia de ativos financeiros e classificação de risco e gestão de carteira¹¹⁷. Em qualquer dessas hipóteses, contudo, remanesce a obrigação de vigilância e supervisão do administrador, que deverá assegurar que os contratados estão cumprindo as tarefas que lhes foram transferidas.

¹¹³DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2018.p. 119.

¹¹⁴CARVALHO, Mário Tavernard Martins de.**Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 128-129.

¹¹⁵IN 555 CVM: “Art. 90. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: a) o registro de cotistas; b) o livro de atas das assembleias gerais; c) o livro ou lista de presença de cotistas; d) os pareceres do auditor independente; e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; f) a documentação relativa ao fundo”.

¹¹⁶DUFFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juirs, 2017. p. 59-77.

¹¹⁷IN 555 CVM: “Art. 78 [...] §2º O administrador pode contratar em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados: I – gestão de carteira do fundo; II – consultoria de investimentos, inclusive aquela que trata o artigo 84; III – atividade de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros; IV – distribuição de cotas; V – escrituração da emissão e resgate de cotas; VI – custódia de ativos financeiros, VII – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e VIII – formador de mercado”.

2.3.1.2 Obrigações de Gestão de Ativos

Da definição trazida por Eduardo Montenegro Dotta, é possível concluir que as obrigações de empenho estão ligadas à qualidade da gestão de ativos do fundo por parte do administrador ou de gestor a ele vinculado. Por esse motivo, a observância por parte do administrador da política de investimento e das limitações regulamentares impostas pela CVM na composição da carteira de ativos do fundo constitui uma de suas principais preocupações.

A ampla liberdade que ostenta o administrador para eleger estratégias de investimento (i.e. renda fixa ou variável, permissão ou restrição a resgates, etc.) e para escolher a natureza dos ativos a serem investidos (i.e. empreendimentos imobiliários, ações, direitos creditórios) antes da constituição dos fundos e da elaboração de seus regulamentos, não condiz com o campo de atuação mais restrito que o mesmo encontra quando do efetivo exercício das atividades alocativas. A negociação de ativos em nome do fundo está adstrita à política de investimentos prevista pelo regulamento¹¹⁸. Essa limitação não significa que a gestão de carteira seja uma atividade engessada, sem espaço para que os administradores atuem com criatividade exercitem certo grau de discricionariedade na escolha dos ativos merecedores de investimento. Na verdade, é justamente no exercício das atividades de gestão de carteira que são tomadas as decisões de investimento e desinvestimento que influenciam positiva ou negativamente o patrimônio dos cotistas, determinando a performance dos fundos. A tomada de decisão dos administradores é essencial ao sucesso ou insucesso econômico dos fundos, mas sofre limitações externas que visam evitar a geração de riscos desnecessários aos cotistas e eventuais conflitos de agência¹¹⁹.

O problema de agência se caracteriza pela incompatibilidade de interesses entre propriedade e administração. Nessa modalidade de conflito, originalmente verificado nas relações entre acionistas minoritários e administradores de companhias abertas, os outorgados atuam de maneira contrária aos interesses dos outorgantes. Na gestão de ativos de fundos de investimento esse dilema se manifesta a partir de uma composição de carteira por parte do administrador que

¹¹⁸STUBER, Walter Douglas. A Nova Regulamentação dos Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 27, p. 306-327, Jan-Mar 2005.

¹¹⁹PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 133.

discrepa do que legitimamente se espera à luz da modalidade de fundo de investimento escolhido e do grau de risco assumido¹²⁰.

As obrigações de empenho, plasmadas no regulamento dos fundos e nas normas da CVM, estabelecem uma moldura dentro da qual o administrador fiduciário, ou o gestor de recursos atuando sob sua supervisão, podem agir com liberdade, elegendo os bens e direitos que devem formar a carteira do fundo no exercício de uma decisão negocial ou *business judgement*¹²¹. Fora desse âmbito de atuação, todavia, as contribuições dos cotistas estão expostas a fatores de risco não previstos no regulamento e, logo, não assumidos pelos investidores. Com efeito, investir sem observância aos limites regulamentares e normativos é colocar em xeque a relação que existe entre administradores e cotistas, de modo que uma negociação de ativos minimamente alinhada com os objetivos do fundo exige obediência ao regulamento e aos limites de concentração de capital em um mesmo emissor e em um mesmo ativo (*rectius*: obrigações de empenho)¹²².

A credibilidade dos gestores de recursos frente aos cotistas exige um agir previsível e obediente à política de investimento divulgada ao público. Mesmo que uma composição alternativa se mostre mais rentável, a carteira deve ser formada com ativos e em níveis de concentração que respeitem os fatores de risco já publicizados pelo fundo como passíveis de causar variações de preço em suas cotas. Em função disso, a gestão de ativos constitui atividade que se vincula a regras prudenciais de custódia, liquidez e concentração diária, por emissor ou ativo financeiro investido¹²³.

As obrigações de empenho são trazidas de maneira analítica na IN n. 555 CVM, não deixando espaços para inobservância ou adimplemento fraco por parte do administrador, que deve zelar pela higidez dos investimentos e a diversificação da carteira. Assim, os administradores estão obrigados a: (1) registrar e depositar seus ativos em contas específicas

¹²⁰SOUZA, Raphael Pereira de. **A Governança nos Fundos de Investimento e o Novo Marco Regulatório: Uma Análise dos Custos de Agência**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. vol. 75, p. 261-286, Jan-Mar. 2017.

¹²¹ *Business judgement* é expressão que no campo do direito advém de norma do direito empresarial estadunidense chamada “*business judgement rule*” que garante liberdade decisória para o administrador de sociedade empresária que toma decisões e aloca recursos de maneira eventualmente anti-econômica, mas imbuído de boa-fé e atento aos fins sociais da empresa. No contexto em que foi empregada, tal expressão se refere ao juízo de conveniência e oportunidade que possui o administrador fiduciário, ou o gestor de recursos por ele indicado, na composição da carteira dentro dos limites regulatórios e da política de investimentos adotada.

¹²²SOUZA, Raphael Pereira de. **A Governança nos Fundos de Investimento e o Novo Marco Regulatório: Uma Análise dos Custos de Agência**. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 75. p. 261-286. Jan-Mar. 2017.

¹²³STUBER, Walter Douglas. A Nova Regulamentação dos Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 27, p. 306-327. Jan-Mar 2005.

perante instituições autorizadas pelo Bacen para o desempenho de atividades de custódia¹²⁴; (2) limitar percentualmente o investimento de seus recursos em ativos de um mesmo emissor¹²⁵; (3) diluir a composição de carteira entre diferentes modalidades de ativos financeiros¹²⁶; e (4) adotar procedimentos assecuratórios da liquidez dos investimentos¹²⁷.

2.3.1.3 Obrigações Fiduciárias

As obrigações fiduciárias dizem respeito à fidúcia ou confiança que une o administrador aos cotistas de certo fundo. De fato, a relação existente entre administrador e cotista está pautada na confiança depositada pelo poupador na expertise profissional e na conduta proba e diligente que se espera daquele que irá supervisionar seus investimentos. Afinal de contas, se investe coletivamente em função das facilidades informacionais e econômicas de se ter um gestor profissional, munido de uma política de investimento precisa e segura, orientando a escolha dos ativos a serem investidos. Dito isso, não é incorreto pensar que o motivo subjacente para que sejam celebrados contratos de investimento com fundos consista na expectativa legítima que detêm os investidores particulares de que, ao transferirem parcelas de seu capital para o fundo, estariam colocando suas disponibilidades em mãos de um gestor profissional que atuará em seu

¹²⁴ **IN 555 CVM**: “Art. 95. [...] §1º Somente podem compor a carteira do fundo ativos financeiros que sejam registrados em sistema de registro, objeto de custódia [...] §5º O registro, depósito e custódia a que se refere o §1º deste artigo devem ser realizados em contas específicas, abertas diretamente em nome do fundo”.

¹²⁵ **IN 555 CVM**: “Art. 102. O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 108): I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for companhia aberta; III – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for fundo de investimento; IV – até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for pessoa natural ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e V – não haverá limites quando o emissor for a União Federal”.

¹²⁶ **IN 555 CVM**: “Art. 103. Cumulativamente aos limites por emissor, o fundo deve observar os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 108): I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos: a) cotas de fundos de investimento registrados com base nesta Instrução; b) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base nesta Instrução; c) cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução; d) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução; e) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII; f) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC; g) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC; h) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em mercado organizado; i) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI; j) outros ativos financeiros não previstos nos incisos II e III deste artigo.”

¹²⁷ **IN 555 CVM**: “Art. 91. O administrador e o gestor devem, conjuntamente, adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com: I – prazos previstos no regulamento para pagamento de pedidos de resgate; e II – o cumprimento de obrigações”.

favor, adotando todos os cuidados para minimizar os inafastáveis riscos de descapitalização e maximizar a probabilidade de geração de renda.

Nas relações privadas, a expectativa legítima que uma pessoa deposita no agir de outrem é tutelada pela boa-fé objetiva. Para Humberto Theodoro Júnior a boa-fé objetiva é um princípio geral das relações contratuais que encerra para os sujeitos de uma dada relação negocial a exigência de um agir orientado pela ética e probidade¹²⁸. A boa-fé objetiva, portanto, é fonte de parâmetros ou normas gerais de conduta que asseguram um atuar compatível com os valores coletivamente compreendidos como corretos em um determinado meio e em determinado tempo.

No âmbito do direito societário, os deveres de conduta oriundos do princípio da boa-fé objetiva servem para a proteção de minorias acionárias. Já no âmbito mais restrito do mercado de capitais, os deveres anexos à boa-fé asseguram o combate a práticas não equitativas, assim como, a assimetrias informacionais e conflitos de agência¹²⁹. No caso dos fundos de investimento, a influência da boa-fé objetiva impõe aos administradores a exigência de um agir transparente, cuidadoso, diligente e leal para com os interesses dos cotistas que indiretamente representam¹³⁰.

Em regra, os deveres oriundos da boa-fé são implícitos e laterais, não estando plasmados no bojo de contratos ou em normas de direito positivo. Isso ocorre porque o princípio ou cláusula geral de boa-fé de per se serve como fonte de obrigações. Entretanto, quando tratamos de administradores de fundos de investimento, deveres ditos anexos, tipicamente associados a padrões éticos e morais de conduta, estão expressa e diretamente previstos nas Instruções Normativas da CVM, assim como, no Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para Administradores de Recursos de Terceiros.

Essa pletera de exigências de cunho moral e ético joga luz sobre o cuidado acentuado que os administradores precisam ter para com os interesses e direitos dos investidores cotistas. A

¹²⁸THEODORO JÚNIOR, Humberto. **O Contrato e sua Função Social: A boa-fé objetiva no ordenamento jurídico e a jurisprudência contemporânea**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 25-30.

¹²⁹PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. Tratado de Direito Empresarial. vol. vi 2.ed. CARVALHOSA, Modesto (cord.). São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 565-576.

¹³⁰IN 555 CVM: Art. 92: O administrador e gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração e gestão; II – exercer, ou diligenciar que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

observância, por parte dos administradores, da fidúcia que permeia a relação com que mantêm com os cotistas exige, pelo menos, o compromisso com o cumprimento de parâmetros de conduta ligados à informação e à diligência e lealdade.

2.3.1.3.1 Informação

A reunião prévia de informações é importante para a tomada de qualquer decisão de cunho econômico. O indivíduo devidamente informado é capaz de antever riscos e vislumbrar com mais clareza as consequências de suas decisões alocativas, permitindo que tenha um agir mais racional. Mas se a informação é um bem crucial para as atividades no mercado em geral, no mercado de capitais a informação assume importância superlativa. Diante das oscilações diárias dos valores dos papéis e ativos negociados, todo investidor precisa estar informado para que possa tomar uma decisão consciente de comprar, vender ou manter um valor mobiliário. Essas informações devem vir completas para que o sucesso ou insucesso apurado de certo investimento esteja unicamente ligado às variações do mercado e à tomada de decisão do próprio poupador¹³¹.

O principal pilar sobre o qual se sustenta o mercado de valores mobiliários é a transparência informativa. De fato, a circulação de informações economicamente relevantes contribui para orientar o comportamento dos agentes econômicos, tanto dos que alocam (agentes superavitários) quanto dos que tomam (agentes deficitários) recursos, o que facilita nos seus processos decisórios. A ausência do fluxo informativo, por outro lado, impede o uso racional dos recursos disponíveis e inviabiliza a adequada precificação dos ativos¹³².

A busca pela ampla divulgação de informações (*full disclosure*) não significa que o mercado de capitais seja imune a assimetrias. Maria Eugênia Finkelstein descreve a assimetria informacional no mercado como um fenômeno caracterizado pela “desigualdade de acesso de diferentes indivíduos a uma mesma informação”¹³³. É importante repisar que essa assimetria informacional, prevalente sobretudo entre investidores de pequeno porte e instituições financeiras, consiste em um dos fatores que vem propulsionando a popularidade dos

¹³¹ CAMARGO, André Antunes Soares. **Novo Desafio da Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro: A Divulgação de Informações**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 38, p. 99 – 121, Out - Dez 2007.

¹³² ARAUJO, Victor Hugo Cardoso. A Regulamentação da Informação no Mercado de Capitais. **Revista de Direito Privado**, vol. 62, p. 151 – 164, Abr - Jun 2015.

¹³³ FINKELSTEIN, Maria Eugenia. Assimetria Informacional e Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 73, p. 71 – 91, Jul - Set 2016.

investimentos coletivos e dos fundos de investimento. Por não conseguirem aquilatar a dimensão dos riscos a que estão submetidos, os investidores individuais muitas vezes recorrem aos fundos, transferindo para os administradores o ônus de lidar com as informações do mercado.

Entretanto, com a subscrição das cotas, espera-se que o administrador de fundos preste informações relevantes aos cotistas, reduzindo as assimetrias informacionais e garantindo o consentimento informado e o agir racional destes últimos. O administrador, em certa medida, torna-se o guardião dos titulares do fundo. Portanto, acoplado ao direito dos investidores de se manterem informados, surge um dever genérico do administrador de informar todos os aspectos relevantes do investimento aos cotistas do fundo. Esse *standard* de conduta deve ser observado pelo administrador tanto no momento de ingresso e saída dos cotistas do fundo, quanto no dia-a-dia das operações¹³⁴.

O dever de informação do administrador se manifesta de maneira marcante quando do ingresso do investidor no fundo, ocasião em que deve atestar o consentimento informado do cotista aos fatores de risco associados à política de investimentos exposta no regulamento. Assim, incumbe ao administrador, além de explicar a política de investimentos adotada, alertar os cotistas sobre a responsabilidade patrimonial primária que detêm sobre as dívidas do fundo, assim como, sobre a performance pretérita da carteira nos últimos doze meses¹³⁵. A divulgação de informações completas no momento em que o investidor está a ingressar no fundo consiste em dever referível a obrigação mais ampla do administrador, que é a de garantir a adequabilidade do perfil de investidor ao tipo de investimento (*suitability*)¹³⁶.

No curso das operações, o administrador deve divulgar o patrimônio líquido do fundo e o valor unitário das cotas em periodicidade diária. Os administradores de fundos de investimento se submetem à regra de marcação a mercado, que consiste na avaliação diária da valorização e da desvalorização dos ativos líquidos com base nos preços negociados no mercado, ou por estimativa de preço de negociação, em caso de ativos ilíquidos. Do mesmo modo, devem ser enviados aos cotistas perfis mensais da performance do fundo¹³⁷. Tais regras de *disclosure*

¹³⁴MONTEIRO, Rogério. Responsabilidade do Administrador de Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 30, p. 283, Out 2005.

¹³⁵ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2018. p. 119.

¹³⁶CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 96-98.

¹³⁷PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. Tratado de Direito Empresarial. vol. VI. 2.ed. CARVALHOSA, Modesto (cord). São Paulo: Thomson Reuthers Brasil, 2018. p. 304.

conferem aos cotistas o instrumental necessário para que tomem decisões racionais sobre a sua continuidade ou retirada do fundo, permitindo que o sucesso ou insucesso de eventual desinvestimento, seja por resgate ou negociação direta no mercado secundário, recaia sobre o próprio investidor.

A atuação livre e consciente do investidor não depende apenas da divulgação de informações, mas da divulgação de informações claras e objetivas. O excesso de dados técnicos e estatísticos canalizados na direção dos cotistas é contraproducente, podendo gerar o que Rodrigo Duffloth intitula de “*information overload*”. Por esse motivo, é também dever do administrador promover um *disclosure* simples e com dados facilmente compreensíveis, sob pena de prejudicar o assentimento informado aos riscos do investimento¹³⁸. Em função disso, a CVM determina que as informações sejam divulgadas em meios de comunicação acessíveis e em documentos concisos, inclusive com limitação do número de caracteres¹³⁹.

2.3.1.3.2 Diligência e Lealdade

De acordo com o dever de diligência, o administrador deve exercer suas atribuições com o grau de zelo e cuidado que se esperaria se fosse ele o próprio titular do capital investido. Trata-se, portanto, de um dever fiduciário que não apenas exige que o administrador envide esforços para a proteção dos cotistas, mas que a energia e o trabalho despendidos para a proteção dos investidores seja compatível com a confiança que foi neles depositada.

O dever de diligência traz consigo um caráter casuístico, pois o bem administrar não pode ser apontado em abstrato, senão considerando as vicissitudes que circundam o funcionamento e a gestão dos fundos. Com efeito, a definição da suficiência dos meios empregados para a proteção dos interesses dos cotistas pressupõe que sejam analisadas as circunstâncias fáticas que influenciaram a tomada de decisão do administrador fiduciário, pois a caracterização do agir

¹³⁸DUFFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 166-170.

¹³⁹IN 555 CVM: Art. 40. “A divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, inclusive, mas não limitadamente, por meio da disponibilização dos seguintes materiais relacionados a cada fundo nos canais eletrônicos e nas páginas na rede mundial de computadores do administrador, do distribuidor, enquanto a distribuição estiver em curso, e da entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação: I – regulamento atualizado; II – lâmina de informações essenciais atualizada; III – demonstrações de desempenho, nos termos do Anexo 56; IV – política de voto; e V – descrição da tributação aplicável.”

Art. 25. [...] “§1º O termo de adesão deve ter no máximo 5.000 (cinco mil) caracteres [...]”

zeloso variará conforme os poderes que estavam à disposição do administrador e as necessidades dos cotistas em cada oportunidade¹⁴⁰.

A necessidade de concretização do dever de diligência não significa, contudo, que se trate de uma moldura normativa vazia a ser preenchida, caso a caso, ao sabor do intérprete. Na verdade, entende-se que há um núcleo duro no agir pautado pela diligência, e esse conteúdo mínimo não pode ser afastado. Nesse sentido, o mínimo que se espera de um administrador diligente é que se informe, tenha ciência das operações mais importantes do fundo e supervise os atos praticados pelos prestadores contratados¹⁴¹.

Já o dever de lealdade visa garantir a conduta retilínea do administrador de fundos. De acordo com esse imperativo de conduta não pode o administrador laborar de maneira a obter benefícios pessoais desatrelados do interesse do *pool* de cotistas em função do qual deve estar orientada a sua atuação. Com efeito, incumbe ao administrador devolver ao fundo qualquer benefício ou vantagem que tenha alcançado por sua condição¹⁴².

A observância do dever de lealdade, portanto, encerra para os administradores a exigência de que se abstenham de condutas egoísticas e que abusem da confiança dos cotistas. A esse respeito, André Ramos Coelho, em recente dissertação sobre a relação fiduciária entre o administrador de fundos e seus cotistas, explica que a lealdade exige que o administrador se abstenha de: (1) contrariar os interesses dos cotistas, (2) auferir lucros secretos com seus serviços, (3) repassar informações sigilosas para terceiros, e (4) sonegar informações aos investidores¹⁴³.

Não obstante os subdeveres fiduciários de diligência e lealdade guardem relação de complementaridade na proteção dos cotistas, são *standards* inconfundíveis entre si. A esse propósito, Salama e Braga, em estudo empírico feito a partir da jurisprudência da Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) sobre o conteúdo do dever de diligência dos administradores nos casos de companhias abertas, concluem que uma mesma conduta não poderá

¹⁴⁰ DOMINGUES, Laura Moreira. **Uma análise dos deveres e responsabilidade de administradores e gestores de fundos de investimento**. 2016. p. 20-23. Monografia (Graduação) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18981>>. Acesso em: 28 Out 2019

¹⁴¹ Op. cit.

¹⁴² STUBER, Walter Douglas. A Nova Regulamentação dos Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. Vol. 27/2015. p. 306-327. Jan-Mar/2005.

¹⁴³ COELHO, Alexandre Ramos. **A Indústria de Fundos de Investimento no Brasil: Um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimento**. 2015. p. 58-61. Dissertação (mestrado) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13779>>. Acesso em: 29 Out 2019

ser considerada, ao mesmo tempo, não diligente e desleal. De acordo com os dados colhidos do CRSFN, a conduta contrária à diligência seria aquela descuidada, omissa, negligente, ao passo que a conduta desleal exigiria um agir comissivo ou omissivo deliberado no sentido de prejudicar os interesses dos administrados em troca da geração de benefícios ilegítimos para o administrador¹⁴⁴.

¹⁴⁴ SALAMA, Bruno Meyerhof; BRAGA, Vicente Piccoli M. **Dever de Diligência do Conselheiro de Administração: Lições da jurisprudência administrativa nas companhias abertas**. FGV Direito SP Research Paper Series n. 145. p. 10. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2716314>. Acesso em: 18 out 2019.

3 A NATUREZA JURÍDICA DA RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Compreendido o conteúdo dos principais deveres aos quais se submetem os administradores de fundos, demonstrando a identidade entre suas obrigações com aquelas dos administradores de sociedades anônimas, passa-se à análise dos fundamentos de sua responsabilização, buscando, ao fim, estabelecer uma lógica para a sua adequada imputação. A resposta à questão-problema, contudo, exige que o instituto da responsabilidade civil seja situado dentro das vicissitudes do mercado de valores mobiliários, de modo que a conclusão a que se pretende chegar seja capaz de respeitar a racionalidade própria do investimento, sem descurar da proteção do investidor. Para tanto, serão expostos os fundamentos básicos da responsabilidade civil no direito privado, assim como, os limites apontados pela doutrina à tutela indenizatória no mercado de capitais. Munido desse instrumental teórico, será possível definir a natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento.

3.1 FUNDAMENTOS DA RESPONSABILIDADE CIVIL RELEVANTES AOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Para a ciência dogmática do direito, o sistema jurídico consiste em uma ordem a serviço da resolução de conflitos intersubjetivos¹⁴⁵. Em função disso, o direito, ou o ordenamento jurídico, pode ser entendido como um conjunto de normas de caráter prescritivo voltadas a disciplinar condutas humanas e imputar sanções pelo descumprimento de padrões de comportamento previamente definidos como desejáveis. Dentre as possíveis respostas que o ordenamento pode apresentar à prática de condutas que lhes são contrárias, figura a responsabilidade civil, instituto que disciplina o sancionamento patrimonial de comportamentos descumpridores de deveres jurídicos primários, gerais ou específicos, dos quais são gerados danos injustos a terceiros¹⁴⁶.

¹⁴⁵ FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. **Introdução ao Estudo do Direito: Técnica, Decisão, Dominação**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 56.

¹⁴⁶ MIRAGEM, Bruno Nubens Barbosa. **Responsabilidade Civil**. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 104-107.

A responsabilidade civil imputa ao sujeito ativo de uma conduta antijurídica e culposa o dever de compor o prejuízo sofrido pela vítima ou grupo de prejudicados, mediante o pagamento de uma prestação pecuniária. O ilícito que faz surgir a responsabilidade civil não vem tipificado, tal como se dá no âmbito das infrações criminais, mas decorre da regra jurídica geral do *neminem laedere*, se verificando todas as vezes que houver um comportamento descumpridor de um dever jurídico prévio. Assim, diz-se que a responsabilidade é o dever jurídico sucessivo originado de uma lesão prévia ao direito, lesão essa geradora de danos injustos¹⁴⁷. Tal definição veicula a principal notação da responsabilidade civil, qual seja, a tutela de interesses privados, servindo a reestabelecer, à custa do infrator, o estado de equilíbrio anterior à ofensa (*status quo ante*)¹⁴⁸.

3.1.1 Pressupostos e Modalidades de Responsabilidade Civil

O arquétipo básico da responsabilidade civil compreende a conduta antijurídica, o móvel da culpa, o dano injusto e o nexos de causalidade entre o descumprimento do direito e o resultado danoso provocado. Na legislação brasileira o pressuposto fático da responsabilidade civil é trazido pelos artigos 186 e 927 *caput* do CC/02¹⁴⁹, que, interpretados em conjunto, estipulam que aquele que, por dolo ou culpa, descumprir dever jurídico e causar prejuízo a outrem, terá o dever de indenizar.

Em certos casos, contudo, a responsabilidade civil pode se implementar independentemente do elemento subjetivo da conduta do agente que descumpra dever jurídico e provoca dano a terceiro. Fundada no risco da atividade praticada pelo autor, na natureza da relação jurídica que envolve o infrator e a vítima (e.g. relação de consumo) ou na especialidade do bem jurídico lesado (e.g. dano ambiental), a responsabilidade objetiva prescinde da demonstração de um agir doloso ou culposos do responsável, que será obrigado a indenizar independentemente de ter agido com prudência¹⁵⁰.

A responsabilidade civil também se decompõe em responsabilidade contratual e extracontratual. O *discrímen* entre essas modalidades é a origem ou pano de fundo do dever

¹⁴⁷ DANTAS, San Tiago. **Programa de Direito Civil**. vol. 1. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1978. p. 342.

¹⁴⁸ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro: Responsabilidade Civil**. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p.53

¹⁴⁹ 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. 927. Aquele que, por ato ilícito, causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

¹⁵⁰ MIRAGEM, Bruno Nubens Barbosa. **Responsabilidade Civil**. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 104-107.

jurídico violado. Assim, se o dever jurídico transgredido foi gerado em função de um vínculo negocial preexistente entre as partes, trata-se de responsabilidade civil contratual, enquanto que nos casos em que inexistente vínculo prévio e o dever inobservado é uma obrigação genérica de não lesar a hipótese será de responsabilidade civil extracontratual ou aquiliana¹⁵¹.

Concluindo as classificações, a responsabilidade civil poderá ainda ser direta ou indireta. A responsabilidade direta é aquela imputada ao sujeito que efetivamente descumprir o dever jurídico originário. Por outro lado, haverá responsabilidade indireta quando o sistema jurídico imputar a uma pessoa natural ou jurídica o dever de indenizar pela ocorrência de um fato jurídico ou pela conduta ilícita praticada por outrem¹⁵².

Conforme se verá mais adiante nesse capítulo, à luz da literatura especializada a responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento transitará entre essas diferentes modalidades e esquemas normativos a depender do autor da conduta ilícita, se o próprio administrador ou terceiro a ele vinculado, assim como, do perfil do cotista prejudicado, se investidor qualificado ou ocasional.

3.2 LIMITES À TUTELA INDENIZATÓRIA NO MERCADO DE CAPITAIS

Uma vez explicados os fundamentos e pressupostos da responsabilidade civil, cabe jogar luz sobre os limites de sua incidência no ambiente do mercado de capitais, consoante aponta a doutrina.

Para a linha de pensamento denominada *Law and Finance* a tutela jurídica do investimento é condição para a mobilização da poupança nacional e o desenvolvimento do mercado de capitais¹⁵³. De acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer e Vishny a segurança oferecida pelas normas jurídicas de um determinado ordenamento, e logo, a efetividade de seus mecanismos de reparação e de proteção de interesses de investidores, são fatores que mantêm correlação positiva com o desenvolvimento de seu mercado de capitais:

“All outside investors, be they large or small, shareholders or creditors, need to have their rights protected. Absent effectively enforced rights, the insiders would not have much of a reason to repay the creditors or to distribute profits to shareholders, and

¹⁵¹ CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2019. p.33

¹⁵² Ibid. p. 286.

¹⁵³ GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 91-94.

external financing mechanisms would tend to break down. [...] Even among countries with well functioning judiciaries, those with laws and regulations more protective of investors have better developed capital markets.”¹⁵⁴

Partindo dessa noção de que a participação popular no mercado de capitais é proporcional à qualidade das normas jurídicas que orientam a atuação dos investidores e das instituições financeiras, tem-se que um mercado seguro também é aquele capaz de sancionar o ilícito e proteger os direitos de seus participantes¹⁵⁵. Afinal de contas, o grau de certeza e efetividade dos mecanismos de aplicação das normas jurídicas (*enforcement*) constitui fator capaz de catalisar o desenvolvimento do mercado enquanto que a sua ausência, não raro, constitui motivo determinante para a retração do investimento, uma vez que não se deve esperar a alocação de recursos em ambientes onde não há respeito às regras e onde há baixa probabilidade de aplicação de sanções a atos antijurídicos¹⁵⁶.

A Lei que regula o mercado de valores mobiliários no Brasil reconhece expressamente que a ordem jurídica deve ser aplicada de modo a estimular a formação de poupanças e a proteger os investidores¹⁵⁷. Tal norma confere efetividade ao artigo 192 da Constituição Federal de 1988 (CF/88), que, ao prever o Sistema Financeiro Nacional (SFN), destaca a vinculação de seu funcionamento aos interesses da coletividade¹⁵⁸.

Ainda assim, o reconhecimento do princípio à proteção do investidor não significa dizer que os administradores de recursos de terceiros devem indenizar todo e qualquer prejuízo

¹⁵⁴ Em tradução livre: Todos os investidores externos, grandes ou pequenos, acionistas ou credores, precisam ter seus direitos protegidos. Sem a efetiva observância de seus direitos, as companhias investidas não teriam razão para pagar seus credores ou distribuir dividendos entre seus acionistas, e os mecanismos de financiamento externo tenderiam a falir. [...] Mesmo entre países com Judiciários eficientes, aqueles com leis e regulamentos mais protetivos dos direitos de investidores tendem a ter mercados de capitais mais desenvolvidos. (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DESILANES, Florencio; SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **Investor Protection and Corporate Governance**. 1999. p. 5 Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908> Acesso em: 12 out 2019.

¹⁵⁵ GORGA, Érica. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 91-94.

¹⁵⁶ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 39.

¹⁵⁷ **Lei n. 6.385/76**: “Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado [...]”

¹⁵⁸ **CF/88**: Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

econômico sofrido pelos investidores. Não obstante a sua evidente importância, a proteção ao investidor deve ter o cuidado de não se sobrepôr e neutralizar à própria lógica do mercado, sancionando casos em que a descapitalização está mais associada aos fatores de risco intrínsecos às negociações, do que propriamente à inobservância culposa de deveres por parte dos gestores¹⁵⁹.

Na verdade, a adoção de um regime de responsabilidade com traços paternalistas no ambiente do mercado de capitais pode levar ao fenômeno conhecido na doutrina estadunidense como *overdeterrence*¹⁶⁰. Importado para o direito brasileiro como excesso deregulação ou excesso de *enforcement*, esse fenômeno se caracteriza pela diminuição da quantidade do capital investido no mercado de valores mobiliários em função de uma fiscalização e sancionamento excessivamente rigoroso dos agentes nele inseridos¹⁶¹. A esse respeito, Amanda Rose explica que os custos sociais e econômicos normalmente advindos do excesso de *enforcement* são o aumento do custo geral de investimento e a redução da eficiência de alocação de recursos no mercado:

“The overdeterrence risk presented by securities fraud liability is sometimes ignored in literature [...] overdeterrence produces some of the very same social costs as securities fraud itself: it can increase the cost of capital (e.g., if fear of liability causes companies to overinvest in precautionary measures or causes financial intermediaries to charge more for their services) and upset the allocative efficiency of the economy (e.g., if fear of liability causes companies to reduce disclosure of truthful information or, conversely, to disclose too much trivial information, thereby impeding share-price accuracy)”¹⁶².

De modo a contornar os custos sociais de um mercado excessivamente sancionador, Gustavo Setoguti J. Pereira sugere que o equilíbrio entre a proteção do investidor e a

¹⁵⁹ DUFFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 111-115.

¹⁶⁰ ROSE, Amanda. **The multienforcer approach to securities fraud deterrence: a critical analysis**. In: *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, p. 2.183. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1504158 Acesso em: 26 Out 2019.

¹⁶¹ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 41.

¹⁶² Em tradução livre: “O risco decorrente do excesso de regulação apresentado pelo regime de responsabilidade no mercado de valores mobiliários às vezes é ignorado na literatura especializada [...] o excesso de responsabilidade produz alguns dos mesmos custos sociais que a prática de ilícitos no mercado é capaz de gerar: aumento do custo de investimento (i.e. se o temor de responsabilização induzir companhias a investir excessivamente em medidas preventivas ou mesmo aumentar as taxas cobradas pelos serviços prestados por intermediadores) e interrupção da eficiência alocativa da economia (i.e. se o temor de responsabilização levar à diminuição da transparência do mercado ou à divulgação excessiva de fatos não relevantes, impedindo a adequada mensuração dos valores dos ativos” (cf. ROSE, Amanda. **The multienforcer approach to securities fraud deterrence: a critical analysis**. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 158, p. 2.184. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1504158 Acesso em: 21 Out 2019.

responsabilidade civil dos agentes financeiros pode ser atingida através de uma ordem jurídica que equacione o desincentivo ao descumprimento de regras com o incentivo à liberdade de atuação no mercado. Baseando-se nas conclusões da autora portuguesa Sofia Nascimento Rodrigues, para Pereira, o nível ótimo de interferência da ordem jurídica no mercado de capitais é aquele no qual é possível perceber que a atuação do Poder Judiciário e das entidades de regulação é limitada pelos seguintes postulados: a inevitabilidade do risco, a recusa ao paternalismo e a autorresponsabilização do investidor¹⁶³.

Com efeito, não há de se negar que a racionalidade própria do mercado de capitais, encerra para os intermediadores de investimento, dentre os quais, inegavelmente, figuram os administradores de fundos, um paradigma de responsabilidade civil próprio, atento à inafastabilidade do risco e à relativa imprevisibilidade do resultado no mercado de valores mobiliários.

3.3 A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Conforme demonstrado, a responsabilização civil de qualquer pessoa exige o preenchimento de um pressuposto fático complexo, que compreende o descumprimento de um dever jurídico prévio, a produção de danos injustos e a existência de um vínculo de causalidade direta entre a conduta ilícita e os prejuízos reclamados. Nessa linha de intelecção, qualquer conclusão que se arvore ser científica acerca da natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento requer que sejam enfrentados cada um de seus pressupostos de maneira particularizada.

3.3.1 Conduta Antijurídica

O ponto de partida para a definição da natureza jurídica da responsabilidade dos administradores é a identificação do vínculo que mantêm com os fundos e os titulares de seu patrimônio. Essa relação jurídica é fonte dos deveres primários cuja inobservância poderá levar ao surgimento do dever de indenizar. A esse respeito, a maior parcela da doutrina entende que os

¹⁶³PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 41.

administradores e cotistas se unem essencialmente por vínculo contratual, cujas regras encontram-se plasmadas no regulamento do fundo¹⁶⁴. A base negocial dos deveres a que se sujeitam os administradores de fundos de investimento é identificável na medida em que consistem em prestadores de serviços, devendo administrar o patrimônio dos cotistas de acordo com uma política de investimento previamente definida e concentrada num instrumento normativo que é o regulamento ao qual os cotistas manifestam vontade de aderir.

Como todo arranjo contratual é a roupagem jurídica de uma operação econômica¹⁶⁵ e, no caso dos fundos, de um investimento financeiro, a sua celebração pressupõe uma repartição racional de riscos entre os seus envolvidos. No caso dos fundos, o administrador assume o risco de gerir diligentemente a carteira de ativos, promover a sua administração corporativa e agir no interesse dos cotistas. Por outro lado, os cotistas assumem o risco do sucesso ou da infortúnia dos ativos investidos pelo administrador fiduciário¹⁶⁶.

Dito isso, as obrigações contratualmente assumidas pelo administrador do fundo são de meio, e não de resultado¹⁶⁷. Explicam Milena Donato Oliva e Pablo Rentería que, por se tratar de obrigação de meio, a entrega de rendimentos financeiros não está contemplada entre as prestações do administrador fiduciário. Assim, o adimplemento dos deveres do administrador se opera com a sua atuação diligente e atenta para com os interesses dos cotistas, independentemente da produção do efeito prático que desejam os investidores, qual seja, a valorização de suas cotas¹⁶⁸.

Efetivamente, nenhum dos deveres do administrador (organizacionais, fiduciários e de gestão de ativos) lhes encerra a obrigação de obter resultados para os cotistas, mas simplesmente de se empenhar na realização de suas funções, maximizando as probabilidades de geração de renda. Na realidade, pela repartição de riscos decorrente do arranjo contratual que culmina com o ingresso dos cotistas no fundo, são os investidores individuais que assumem volitivamente a

¹⁶⁴ FERREIRA, Renato Luis Bueloni. **Fundos e Clubes de Investimento**. In: Direito, Gestão e Prática: Mercado de Capitais. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. (coord). São Paulo: Saraiva, 2013. p.185-189; GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001. p. 39-46; DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2015. p.145.

¹⁶⁵ ROPPO, Enzo. **O Contrato**. Trad. Ana Coimbra. Coimbra: Almedina, 2009. p. 8-10.

¹⁶⁶ GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001.p. 40.

¹⁶⁷ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil de Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2018. p. 145.

¹⁶⁸ OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Obrigação de meios e assunção de riscos pelo consumidor, Revista de Direito do Consumidor, vol. 111, 2017. p.19-38

expectativa de ganhos de capital e o correlato risco de esvaziamento de suas poupanças. Esse mesmo arranjo, se respeitado, confere ao administrador a legítima expectativa de que o seu patrimônio não será excutido em função de perdas patrimoniais decorrentes de meras oscilações mercadológicas¹⁶⁹. Eis o que determina o artigo 15 da IN n. 555 CVM, serão os cotistas os responsáveis pela insolvabilidade do fundo e a eventual perda de suas poupanças, cabendo aportar recursos extras em caso de patrimônio negativo¹⁷⁰.

A imposição de uma obrigação de fim aos administradores fiduciários iria de encontro à própria noção de investimento financeiro, cuja rentabilidade jamais pode ser garantida, dado o seu caráter aleatório¹⁷¹. Com efeito, mesmo no pleno exercício de suas atribuições, o máximo que se pode objetivamente esperar dos administradores, enquanto gestores de recursos alheios, é que atuem com cuidado e lealdade, que promovam a diversificação dos ativos que compõem a carteira dentro dos estritos limites da política de investimento e que envidem esforços materiais para insular os cotistas de perdas relacionadas a riscos evitáveis no mercado.

Portanto, a medida da responsabilidade dos administradores não é a desvalorização da carteira de ativos (resultado), mas sim a sua eventual má gestão (meio)¹⁷². Em uma palavra, o ilícito praticável pelo administrador de fundos está associado ao descumprimento de seus deveres originários de proteção para com os cotistas, e não à eventual ruína dos ativos investidos.

3.3.2 Culpa

Como já se pode perceber, a caracterização do inadimplemento do administrador exige, no mínimo, um agir descuidado no manejo de seus deveres organizacionais, fiduciários e de empenho, afastando-se dos padrões de conduta a que está vinculado. Nesse contexto, a culpa é essencial na formação do comportamento ilícito¹⁷³. A esse respeito, em artigo publicado em 2001, imediatamente antes da sujeição dos fundos à regulação única da CVM, Sheila Perricone já

¹⁶⁹LEITE, 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**. Brasília. v. 17, n. 112, p. 271, Jun-Set 2015.

¹⁷⁰ Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.

¹⁷¹ PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.p.166.

¹⁷² DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**.2.ed. São Paulo: Almedina, 2018. p. 148.

¹⁷³Op. cit.

apontava que “a análise sistemática das leis e normas que tratam da regulação e funcionamento dos fundos de investimento, nos leva a concluir ser subjetiva a responsabilidade de seus administradores”¹⁷⁴. A lição da autora é plenamente aplicável ao atual estado da arte da regulação dos fundos de investimento, pois a referência ao elemento culpa na caracterização da conduta ilícita dos administradores ainda hoje é encontrada nas regras de direito positivo.

Na IN n. 555 CVM, a responsabilidade dos administradores está sempre atrelada ao emprego das expressões “atos e omissões a que der causa” e “inobservância de deveres”¹⁷⁵. O uso de tais expressões joga luz sobre o fato de que os ilícitos praticados pelos administradores necessariamente exigem um comportamento discrepante com aquele juridicamente desejado, uma conduta que afronta deveres primários de maneira deliberada ou por ausência de cuidado, isto é, um agir culposo. De maneira complementar, o novel artigo 1.368-E do CC/02 é claro no sentido que os prestadores de serviços dos fundos não respondem pelas obrigações assumidas pelo condomínio, com exceção dos casos em que “procederem com dolo ou má-fé”¹⁷⁶.

Embora o artigo 1.368-E esclareça a imprescindibilidade do elemento subjetivo (“dolo ou má-fé”) para a responsabilização civil do administrador de fundos, a técnica legislativa utilizada merece críticas. Na responsabilidade civil subjetiva, o agente é responsabilizado se proceder com culpa em sentido lato, e não simplesmente por dolo. Ao comportamento transgressor descuidado (negligente, imprudente ou imperito), porque igualmente capaz de produzir danos injustos na ordem civil, é conferido tratamento jurídico idêntico àquele empregado a uma conduta deliberadamente ilícita, qual seja, a imputação de um dever de indenizar.

Dito isso, o mais correto teria sido o emprego do vocábulo “culpa”, capaz de representar com mais clareza e amplitude a necessidade de se provar o agir intencional ou descuidado do administrador para fins de sua responsabilização. De qualquer modo, com base na cláusula geral de responsabilidade civil e nas normas administrativas que conformam os fundos de investimento, tal dispositivo deve ser interpretado de maneira sistemática e não literal, de modo a encerrar regra que somente é permitida a responsabilização dos administradores de fundos de

¹⁷⁴ PERRICONE, Sheila. Fundos de Investimento: A Política de Investimento e a Responsabilidade dos Administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 11, 2001. p. 80-101. Jan-Mar 2001.

¹⁷⁵ Vide artigos 15, 79, §3º e 104 da IN 555 CVM.

¹⁷⁶ **CC/02**: Art. 1.368-E. 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.

investimento quando provado o descumprimento culposo da política de investimento, dos deveres fiduciários, da obrigação de interlocução com a CVM.

O emprego da expressão “má-fé” pelo legislador também não é ideal. A aferição da culpa em sentido lato (elemento subjetivo da conduta) por si só abrange a boa-fé objetiva e em nada guarda relação com uma investigação do estado psicológico do agente, isto é, se estava a agir com boa intenção para com o fundo (boa-fé subjetiva). Em termos hipotéticos, é plenamente possível que um administrador esteja movido por boas intenções e ainda assim, atue de maneira imprudente para com o fundo, descumprindo deveres de concentração de carteira por acreditar na valorização de um derivativo, por exemplo.

Possivelmente, ao estabelecer que os prestadores de serviço não respondem quando atuam com boa-fé, o legislador brasileiro teria desvelado a intenção de consagrar expressamente a aplicação da *business judgement rule* em favor dos administradores de fundos de investimento, protegendo as suas decisões negociais eventualmente errôneas, desde que tomadas em favor do interesse do *pool* de cotistas. Acontece que a *business judgement rule* só protege as decisões dos administradores que forem tomadas com prudência e dentro dos limites de suas atribuições¹⁷⁷, quer dizer, condutas alicerçadas em um padrão de conduta diligente (boa-fé objetiva). Então, ainda que alegada a boa-fé (subjetiva), a verificação de um comportamento, que por culpa, descumpra o regulamento ou quebra a fidúcia, provocando danos aos cotistas, constituiria razão suficiente para que o administrador fosse responsabilizado. Por outro lado quando atuasse com o emprego dos esforços que se espera de um gestor, e ainda assim produzisse uma oscilação negativa no valor das cotas a decisão do administrador estaria protegida de revisão ou repressão judicial. Mais uma vez, a substituição da expressão pelo termo “culpa” teria melhor atingido a *mens legis*.

Muito embora a exigência de um agir culposo consista em requisito extraível das normas de direito positivo para fins de responsabilização dos administradores de fundos de investimento, entendimento diverso é apresentado por Norma Jonssen Parente, para quem o administrador, e eventual gestor de ativos por ele indicado, possuem responsabilidade objetiva¹⁷⁸.

¹⁷⁷ TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria geral e Direito Societário**. vol.1. 9.ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 594-595.

¹⁷⁸ PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. Tratado de Direito Empresarial. vol.VI. 2.ed. CARVALHOSA, Modesto (cord). São Paulo: Thomson Reuthers Brasil, 2018. p.310

Apesar de se admitir que as condutas antijurídicas muitas vezes coincidam com as condutas culpáveis, a opção por um modelo de responsabilidade objetiva não é a alternativa mais prudente ou juridicamente acertada. A uma, porque a responsabilidade subjetiva é a regra na ordem civil, e todas as normas de direito posto apontam no sentido de que os administradores somente devem ser responsabilizados se agirem com culpa provada no descumprimento de suas obrigações de meio. A duas, porque a responsabilidade objetiva do CC/02 se fundamenta no risco da atividade¹⁷⁹, e não é a atividade do administrador que é arriscada, mas sim o próprio investimento do cotista¹⁸⁰. A três, porque se a medida da responsabilidade do administrador é a má-gestão, e o bem administrar, por outro lado, exige, simultaneamente, que se respeite o regulamento e administre o patrimônio dos cotistas com diligência, lealdade e transparência, logo, o administrador só deve ser responsabilizado se, no mínimo, for displicente com suas obrigações. Isto é, caso incorra em culpa. A quatro, porque a redução dos requisitos para a responsabilização do administrador poderia ter como consequência a fragilização da indústria de fundos de investimento.

Do ponto de vista econômico, pondera-se que a atribuição, em qualquer circunstância, de responsabilidade objetiva para os administradores de fundos de investimento teria o condão de provocar prejuízos sistêmicos ao mercado de valores mobiliários e ao SFN¹⁸¹. Do mesmo modo, pontua-se que adotar um paradigma de responsabilidade objetiva significaria “repassar os custos decorrentes [das condenações] para toda a cadeia de investidores”¹⁸².

3.3.3 Nexo e Dano

A conduta ilícita e o agir culposos, contudo, não são suficientes para a responsabilização do administrador, sendo necessário que a sua conduta provoque dano injusto ao cotista. Nesse sentido, o administrador só responderá se houver um vínculo de causalidade direto entre sua conduta e a variação negativa dos ativos que compuserem a carteira do fundo. Para fins de

¹⁷⁹ CC/02: Art. 927. [...] Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

¹⁸⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Matins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.134.

¹⁸¹ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Almedina. p. 160.

¹⁸² DUFFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.p. 91.

responsabilidade, a desvalorização não pode ter como causa os riscos inerentes ao mercado, vez que assumidos pelos cotistas; ao revés, deverá ter como causa riscos diretamente provocados pelo administrador.

Nesse ponto, é de extrema importância a identificação dos riscos que administrador e cotista assumem com o investimento. A exata definição da álea do investimento determinará se o risco cuja materialização levou à perda patrimonial é fato constitutivo do direito dos cotistas à indenização, ou se tem o condão de exonerar o administrador por rompimento do nexo de causalidade.

O financista Alexandre Assaf Neto explica que os riscos presentes nos fundos de investimento são os riscos de crédito, de mercado, de liquidez e o risco sistêmico, definindo-os da seguinte forma:

O risco de crédito está associado à possibilidade de um título integrante da carteira de investimento do Fundo não ser pago pela instituição emitente, ou liquidado com atraso. [...] O risco de mercado vincula-se à possibilidade de variação no valor dos títulos [...] sendo determinada por variáveis de mercado como inflação, taxas de juros de economia, variação cambial, etc. O risco de liquidez reflete as dificuldades que podem ser encontradas para a venda de títulos [...] O risco sistêmico é determinado pelo comportamento da conjuntura, tanto nacional como internacional sobre as taxas de juros do mercado, câmbio e preços em geral¹⁸³.

Trazendo essas lições para o campo do direito, entende-se que o investidor assume a responsabilidade desses riscos, ao passo que o administrador assume os riscos de gestão de ativos e de conformação aos padrões de conduta juridicamente desejados¹⁸⁴. Delineada a álea normal do contrato de investimento, e devidamente assegurado o conhecimento por parte do investidor dos riscos a que está sujeito, a ocorrência de fatos associados aos riscos sistêmico, de mercado, liquidez e crédito elidirão a responsabilidade do administrador. Eis o que diz o artigo 1.368-D, §2º do CC/02: “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”. Com efeito, o administrador não responderá quando a causa direta para o dano for ato ou fato alheio à suas atribuições e pelo qual não se obrigara.

¹⁸³ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 347.

¹⁸⁴ LEITE, Carlos Alexandre Corrêa; XAVIER, Yanko Marcius de Alencar; ALVES, Fabiano Germano. Código de Defesa do Consumidor aplicado aos fundos de investimento: deveres e responsabilidade do administrador. **Revista Jurídica da Presidência**, Brasília, v. 17, n. 112, 259-291, Jun-Set 2015, p. 272.

A esse respeito, no que toca à impossibilidade de se impor ao administrador a responsabilidade pelos danos oriundos dos riscos do próprio investimento, é paradigmático o julgamento do Recurso Especial n. 1.003.893/RJ¹⁸⁵ de relatoria do Ministro Massami Uyeda. No referidoprecedente ficou decidido que as perdas patrimoniais decorrentes dos riscos ínsitos ao investimento em fundos arrojados correm por parte dos cotistas, e não do administrador. A eficácia elisiva do risco é tão maior quanto for a volatilidade do ativo escolhido pelo regulamento do fundo como objeto de investimento, conforme demonstra decisão do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro¹⁸⁶:

FUNDOS DE INVESTIMENTOS. PERDAS. MUDANÇA DA POLÍTICA CAMBIAL. MÁ GESTÃO DOS RECURSOS APORTADOS NÃO EVIDENCIADA. COBRANÇA. IMPROCEDÊNCIA. DENUNCIÇÃO DA LIDE PREJUDICADA. 1-Ação que tem por fim básico a recuperação do capital investido em fundos de investimento que, com a alteração da política cambiária, trouxe perdas para os investidores. [...] 5.O Demandante, investidor profissional segundo a C.V.M., optou pelo aporte de seus recursos em fundo de investimento derivativo, que adotava estratégia agressiva de investimento.O mencionado derivativo alavancado em dólar futuro certamente sinalizava a probabilidade de ganhos acima da média, mas na sua esteira trazia a possibilidade de perdas expressivas, como de fato aconteceu.Fundo de investimento não é poupança.A expectativa de ganho é proporcional ao risco que o investidor está disposto a assumir.O Autor arriscou e perdeu, lastimavelmente.Não há indícios da propalada má gestão dos valores aplicados.Agravo retido desprovido, provido integralmente o terceiro apelo e prejudicados os demais, nos termos do voto do Desembargador Relator.

No julgado, a responsabilidade do Banco Boavista Interatlântico S/A, administradora do Fundo de Investimento “Institucional 60”, pelos prejuízos acumulados por seus cotistas em decorrência de investimento em derivativos de dólar, foi afastada em razão de se reconhecer que o risco de mercado associado a esse tipo de investimento era superior à média, não podendo o administrador se obrigar a eliminar as oscilações de mercado.

Com efeito, vislumbra-se que os riscos associados às aplicações financeiras, sobretudo em fundos com estratégias de investimento mais arrojadas, devem ser encarados como verdadeiros fatores excludentes de responsabilidade, dado que consistem em eventos, que embora quantificáveis em termos probabilísticos, se apresentam como insuscetíveis de imunização pelos

¹⁸⁵ STJ, REsp. n. 1.003.893/RJ, Relator: Ministro MASSAMI UYEDA, Data de Julgamento: 10/08/2010, T3 – Terceira Turma, Data de Publicação: Dje 08/09/2010.

¹⁸⁶ TJRJ, Apelação Cível n. 0083983-55.2001.8.19.0001, Relator: Desembargador Ricardo Rodrigues Cardozo, Décima Quinta Câmara Cível, Data de Julgamento: 29/01/2008, Data de Publicação: 12/02/2008.

administradores. Assim, os riscos intrínsecos às negociações com valores mobiliários se aproximam, em maior ou menor grau, com o que se entende na doutrina civilística como caso fortuito ou força maior, elidindo a responsabilidade do administrador que nada pode fazer para contornar perdas inevitáveis e/ou imprevisíveis. Exemplificativamente, a jurisprudência abarcou tal posicionamento na Apelação Cível 0027680-61.2006.4.03.6100¹⁸⁷ julgada pela Terceira Turma do Tribunal Regional Federal da Terceira Região. No acórdão restou consignado que o risco político inerente ao investimento em títulos públicos consiste em “*factum principis*” e, logo, configura “fator excludente de responsabilidade” do administrador de fundos de investimento.

Sem embargo, esclarece-se que o dano indenizável eventualmente provocado pela má-gestão dos administradores terá repercussão essencialmente patrimonial, com a desvalorização do valor unitário das cotas ou até mesmo a perda total dos recursos investidos. Isso quer dizer que o infortúnio do investimento consiste em consequência do ilícito, jamais se confundindo com a própria conduta contrária ao direito, que é sua causa. Ao lado de sua feição essencialmente patrimonial, o dano eventualmente provocado pela má administração tende a atingir não apenas um, mas uma coletividade de cotistas. Em meio aos múltiplos investidores que titularizam o fundo e considerando, ainda, a livre circulabilidade de cotas dos fundos *closed-end* no mercado secundário, é importante pontuar que a pessoa a ser indenizada pelo administrador necessariamente será o cotista à época do dano, independentemente de figurar ou não no *pool* de investidores no momento de ajuizamento da ação indenizatória¹⁸⁸.

Sintetizando, perante a ordem civil e comercial, a responsabilidade dos administradores de fundos de investimento será contratual e subjetiva, fundamentando-se na má-gestão dos recursos confiados a estes fiduciários, que deverão responder pelos prejuízos materiais a que derem causa em decorrência de um agir deliberadamente nocivo ou, no mínimo, descuidado para com a higidez dos negócios do fundo e os interesses de seus cotistas.

3.4 A RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA DOS ADMINISTRADORES POR ATOS DE SEUS AUXILIARES

¹⁸⁷ TRF-3, AC: 27680SP 0027680-61.2006.4.03.6100, Relator: Juiz Convocado Roberto Jeuken, Data de Julgamento: 07/02/2013, Terceira Turma.

¹⁸⁸ OLIVA, Milena Donato. Indenização Devida “ao Fundo de Investimento”: Qual Cotista vai ser Contemplado, o Atual ou o da Data do Dano? **Revista dos Tribunais**, vol. 904, p. 73-96, Fev 2011.

Além de responder por atos próprios, os administradores também se responsabilizam pelos atos dos terceiros que por eles são contratados¹⁸⁹. Conforme demonstrado no item 3.1, a imputação do dever de indenizar a pessoa diversa daquela que efetivamente praticou o ilícito e provocou dano injusto consiste em responsabilidade civil indireta. Com efeito, a responsabilidade civil indireta dos administradores tem como fundamento a existência de cláusula de solidariedade nos contratos que celebram em nome do fundo com alguns de seus auxiliares, são eles: o gestor de carteira e os prestadores responsáveis por atividades de tesouraria e pela escrituração da emissão e resgate de cotas¹⁹⁰.

O dever de os administradores exercerem uma fiscalização ativa dos prestadores contratados no que se refere à observância do regulamento e das normas vigentes já foi objeto de diversas deliberações da CVM em sede de Processos Administrativos Sancionadores (PAS)¹⁹¹. Elucidativo é o voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes no PAS n. RJ2013/5456, ao imputar penalidade a Olivera Trust DTVM S.A., instituição administradora do Union National FIDC Financeiros e Mercantis, por prejuízos causados pelo Banco Bradesco S.A., sob o fundamento de que a administradora manteve-se inerte em face dos ilícitos perpetrados pelo banco custodiante¹⁹².

Consentâneo com o teor do voto acima referido, Eduardo Montenegro Dotta, ao analisar a jurisprudência da CVM, pondera que os administradores devem ser encarados como guardiães dos interesses dos cotistas e do funcionamento dos fundos. Aponta o autor que os administradores de fundos de investimento se equiparam à figura dos *gatekeepers*, isto é, zeladores do adequado funcionamento do mercado de capitais, e, por isso, têm o dever de auxiliar o Poder Estatal na coibição dos ilícitos que são praticados pelos prepostos do fundo¹⁹³.

¹⁸⁹ PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p.167.

¹⁹⁰ Ibid.

¹⁹¹ Nesse sentido, PAS CVM n. 02/2013, PAS CVM n. RJ2012/6987, PAS CVM n. RJ2012/12201, e PAS CVM n. RJ2013/5456.

¹⁹² PAS CVM n. RJ2013/5456, Voto do Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes: “[...] A acusação, diante de tudo o que se apurou concluiu que a Oliveira Trust não fiscalizou a atuação do Bradesco, na qualidade de custodiante do FIDC Union, conclusão esta a qual me filio, pois efetivamente não há nos autos qualquer evidência de que a Administradora exerceu suas atribuições, ao contrário, resta nítido que o Bradesco agiu livremente, praticando diversas irregularidades, sem ser questionado em nenhum momento. A inércia demonstrada pela Oliveira Trust contribuiu de forma determinante para que ocorressem os problemas vivenciados pelo FIDC Union, causadores de prejuízos aos seus cotistas, como amplamente comprovado neste processo”.

¹⁹³ DOTTA, Eduardo. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2018. p. 126.

Em linha com esse entendimento, a legislação prevê que os administradores deverão figurar como intervenientes anuentes nos contratos que firmarem com terceiros, estipulando, ainda, que as contratações deverão ser precedidas por “criteriosa análise e seleção”¹⁹⁴. Do mesmo modo, o Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para a Administração de Recursos de Terceiros, estabelece que a contratação dos auxiliares do administrador deve ser sucedida por um processo interno de supervisão, segmentando cada um dos prestadores em graus de risco com base na probabilidade de haver falhas ou desvios no desempenho de suas funções¹⁹⁵.

Conforme o voto do Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez no PAS CVM n.02/2013¹⁹⁶, essa fiscalização sobre os prepostos do fundo só é exigível nos casos em que a conduta ilícita praticada pelo contratado tiver alguma relação com o campo de atribuições da instituição administradora, permitindo que se identifique a transgressão e que sejam evitados os danos aos cotistas:

“107. Gostaria de explicar melhor as razões pelas quais entendo que Administradora e Gestora devem ser responsabilizadas neste caso. Isto porque o Colegiado tem buscado, nos processos sancionadores, analisar a responsabilidade imputada a administradores e gestores considerando os diferentes papéis desempenhados por cada um desses agentes. Assim, em casos recentes, os administradores foram absolvidos quando os fatos que motivaram a acusação se referiam especificamente às decisões de investimento, que são de competência ordinária do gestor. 108. O voto pela responsabilização tanto da Administradora quanto da Gestora não pretende de forma alguma contradizer o entendimento que vem se consolidando, e decorre do fato de que as ilicitudes identificadas pela Acusação somente poderiam ser praticadas com a participação de ambas as instituições”

Embora plausível, o entendimento do Diretor não se aplica perfeitamente à responsabilização civil dos administradores. Enquanto que no âmbito administrativo a

¹⁹⁴ Art. 79. [...] § 1º Compete ao administrador, na qualidade de representante do fundo, efetuar as contratações dos prestadores de serviço, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente.

¹⁹⁵ Art. 23. A supervisão baseada em risco tem como objetivo destinar maior atenção aos terceiros contratados que demonstrem maior probabilidade de apresentar falhas em sua atuação ou representem potencialmente um dano maior para os investidores e para a integridade do mercado financeiro e de capitais.

¹⁹⁶ CVM, PAS n. 02/2013, Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez, Data de Proferimento do Voto: 22/01/2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190122_PAS_CVM_02_2013_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf>. Acesso em: 22 nov. 19.

responsabilidade é pessoal e específica, fazendo sentido que o administrador responda pelo descumprimento de seu dever pessoal de fiscalização somente nos casos em que poderia efetivamente prevenir ou mitigar os ilícitos praticados pelos prepostos que contratou¹⁹⁷, no campo da responsabilidade civil é forçoso reconhecer que a cláusula de solidariedade não faz ressalva à possibilidade concreta de o administrador fiscalizar o gestor, o escriturador e o tesoureiro por ele contratado. O *obiter dictum* do voto do Diretor Marcelo Fernandez Trindade no PAS CVM nº RJ 2005/9245 se alinha como entendimento adotado: “o administrador, que é civilmente responsável, pode transferir a outrem [gestor, escriturador e tesoureiro] parte de suas funções, mas deve conservar sua responsabilidade integral”¹⁹⁸.

Ainda assim, se bem analisadas, as atividades de gestão de recursos, escrituração e tesouraria guardam relação próxima com as atribuições organizacionais e de empenho dos administradores, conforme analisado nos itens 2.3.1.1 e 2.3.1.2. De fato, não há como o administrador assegurar aos cotistas o regular funcionamento do fundo sem exercer papel fiscalizatório sobre aqueles que tomarão as decisões alocativas e que manterão o registro das operações do fundo. Tratam de atividades essenciais ao regular funcionamento do fundo, e ao cumprimento dos deveres próprios do administrador, que deve assegurar a boa administração dos recursos confiados pelos cotistas. Assim, pode-se dizer que a responsabilidade solidária dos administradores tem como motivo subjacente um dever de vigilância, que caso descumprido, autorizará a sua responsabilidade em conjunto ou em substituição ao agente infrator¹⁹⁹.

Por fim, é necessário trazer, mais uma vez, o ministério de Sheila Perricone, que esclarece que, embora a culpa do administrador seja presumida em função da cláusula de solidariedade, só haverá dever de indenizar se primeiro for configurada a culpa dos terceiros no exercício de suas atividades²⁰⁰. Em termos conclusivos, a responsabilidade solidária do administrador fiduciário exigirá o descumprimento culposo, pelo gestor de carteira ou pelos prestadores encarregados dos serviços de tesouraria e de escrituração cotas, de seus deveres primários.

¹⁹⁷ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.137-140.

¹⁹⁸ CVM, PAS n. RJ 2005/9245, Relator Diretor Marcelo Fernandez Trindade, Data de Julgamento: 16/01/2007. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070116_PAS_RJ20059245.pdf. Acesso em: 24 nov. 19.

¹⁹⁹ CC/02: Art. 275. O credor tem direito a exigir e receber de um ou de alguns dos devedores, parcial ou totalmente, a dívida comum [...].

²⁰⁰ PERRICONE, Sheila. Fundos de Investimento: A Política de Investimento e a Responsabilidade dos Administradores. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 11, p. 80-101, Jan-Mar, 2001.

3.5. RESPONSABILIDADE CIVIL DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO FRENTE A COTISTAS VULNERÁVEIS

Muito embora a interpretação sistemática do fim do artigo 1.368-E do CC/02 com os artigos 15, 79, §2, e 104 da IN 555 CVM revele norma que obrigue a comprovação de culpa para a responsabilização civil dos administradores de fundos de investimento pelos atos próprios que derem causa, a jurisprudência²⁰¹ e parcela da doutrina²⁰² tem entendido que, quando o investidor prejudicado for vulnerável, terá direito à proteção do microssistema normativo do consumidor.

A conformação da figura do investidor ao arquétipo de consumidor, assim como, o enquadramento do investimento à noção de serviço não têm aceitação plena na literatura. Conforme tangenciado no início deste trabalho, de um ponto de vista econômico, investimento e consumo são conceitos diametralmente opostos, ou se consome, atendendo a necessidades momentâneas, ou se poupa e investe, diferindo o consumo em nome da geração futura de renda. Arnoldo Wald assevera que o CDC é inaplicável às instituições financeiras pois os valores monetários não têm destinatário final, se submetendo, “por natureza”, à circulação²⁰³. Na mesma linha, Eizirik et al. explicam que os investidores não consomem os recursos que lhes são repassados pelas instituições financeiras, mas os reinvestem, de maneira que o investimento não

²⁰¹ DIREITO CIVIL E CONSUMIDOR. RECURSO ESPECIAL. FUNDO DE INVESTIMENTO. BANCO DA AMAZÔNIA. ADMINISTRADOR DO FUNDO. SUBCONTRATAÇÃO. GESTÃO DA CARTEIRA. BANCO SANTOS. SANTOS ASSET MANAGEMENT. INTERVENÇÃO DO BACEN. VALORES BLOQUEADOS. RESPONSABILIDADE. ADMINISTRADOR DO FUNDO. 1. Incide o Código de Defesa do Consumidor aos contratos celebrados entre os investidores não profissionais – de regra, pessoas físicas – e instituições financeiras administradoras de fundos de investimento. [...] (STJ, REsp. 1.187.365/RO, Relator: Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, Data de Julgamento: 22/05/2014, Data de Publicação DJe 25/08/2014); RECURSO ESPECIAL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO DERIVATIVO. DESVALORIZAÇÃO DO REAL. MUDANÇA DE POLÍTICA CAMBIAL. PREJUÍZO DO CONSUMIDOR. RISCO INERENTE AO PRODUTO. RECURSO PROVIDO (STJ, REsp. 799.241/RJ, Relator: Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, Data de Julgamento: 14/08/2012, Data de Publicação no DJe: 26/02/2013).

²⁰² Nesse sentido, LEITE, Carlos Alexandre Corrêa; XAVIER, Yanko Marcius de Alencar; ALVES, Fabiano Germano. Código de Defesa do Consumidor aplicado aos fundos de investimento: deveres e responsabilidade do administrador. **Revista Jurídica da Presidência**, Brasília, v. 17, Jun-Set 2015; PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. **Código de Defesa do Consumidor e Sistema Financeiro Nacional: Primeiras Reflexões sobre o Julgamento da ADI 2591**. In: Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos Bancos: ADI 2591. PFEIFFER, R.A.C; ALMEIDA, J.B.; MARQUES, C.L. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006; DUFFLOTH, Rodrigo. **Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

²⁰³ WALD, Arnoldo. O Direito do Consumidor e suas Repercussões em Relação às Instituições Financeiras. **Revista dos Tribunais**, vol. 666, Abr 1991, p. 1.

estaria no campo do mercado de consumo, mas, na verdade, vinculado ao âmbito do mercado produtivo²⁰⁴.

Os argumentos dos autores são de importante valia, pois a impossibilidade de se identificar no investidor a destinação final de uma atividade de repasse de recursos, assim como, o fato de os fundos não estarem situados no ambiente do mercado de consumo, em tese, teriam o condão de afastar a aplicabilidade do CDC. Em termos técnicos, consumidor é apenas o destinatário final fático de um dado produto ou serviço²⁰⁵ e o serviço é apenas a atividade fornecida, mediante remuneração, no mercado de consumo²⁰⁶. Como os fundos de investimento estão situados no mercado de valores mobiliários e os rendimentos eventualmente gerados sobre o principal investido têm como objeto o incremento da capacidade produtiva do poupador, teoricamente não lhes seria aplicável o CDC.

A parcela da doutrina que entende ser possível a aplicação do CDC aponta que as normas de defesa do consumidor não se limitam ao campo do mercado de consumo porque o CDC trata-se de uma “lei principiológica” aplicável em qualquer caso em que houvesse o oferecimento massificado de atividades remuneradas entre partes com diferencial técnico e econômico, e como regra haveria uma desproporção informacional e de expertise entre administradores e cotistas²⁰⁷. Nessa linha, Roberto Pfeiffer esclarece que as atividades prestadas por instituições financeiras ao público em geral são indistintamente consideradas “serviço” para fins de incidência do CDC²⁰⁸ e que as normas consumeristas viriam a socorrer os investidores ocasionais, a quem define como pessoas que não desenvolvem atividade de investimento de maneira profissional ou habitual²⁰⁹.

²⁰⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 109.

²⁰⁵ CDC: Art. 2º. Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final.

²⁰⁶ CDC: Art. 3º[...] §2º Serviço é qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária financeira, de crédito e securitárias, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista.

²⁰⁷ 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**. Brasília. v. 17, n. 112, Jun-Set 2015.

²⁰⁸ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. **Código de Defesa do Consumidor e Sistema Financeiro Nacional: Primeiras Reflexões sobre o Julgamento da ADI 2591**. In: Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos Bancos: ADI 2591. PFEIFFER, R.A.C; ALMEIDA, J.B.; MARQUES, C.L. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 279-300.

²⁰⁹ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. **Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos Administradores de Fundos de Investimento**. Revista de Direito do Consumidor, vol. 61, p. 109-202, Jan-Mar 2007.

Com efeito, o Enunciado n. 297 da Súmula do STJ é claro no sentido de que a tutela do consumidor atinge também o mercado financeiro²¹⁰. Todavia, a interpretação dos Recursos Especiais n. 57.974/RS²¹¹ e 106.888/PR²¹², dois dos precedentes que deram ensejo ao referido verbete, revela que a *ratio* por detrás desse entendimento é que nas relações financeiras em sentido estrito, isto é, naquelas envolvendo instituições bancárias e os usuários de seus serviços, há o oferecimento e a prestação massificada de atividades financeiras, surgindo desigualdades de força entre os tomadores e os ofertantes de serviços.

A aplicação desse entendimento aos fundos não é automática, uma vez que nem sempre os cotistas apresentam vulnerabilidade. É o caso dos investidores profissionais e qualificados, previstos na IN n. 554 CVM²¹³. Haja vista que os perfis desses investidores reúnem instituições financeiras, corretoras de valores, *asset managers* profissionais, clubes de investimento, entidades de previdência, pessoas naturais ou jurídicas com patrimônio investido superior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) e se declarem qualificados, e até mesmo os próprios fundos de investimento, não como se dizer que há diferença de expertise ou de técnica que sufrague o enquadramento de toda relação entre administrador e investidor-cotista à relação jurídica de consumo. Além disso, não há como dizer que investidores pessoa física que, embora não se

²¹⁰ **Enunciado n. 297/STJ:** “O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”.

²¹¹ No Recurso Especial n. 57.974/RS, o Ministro Ruy Rosado de Aguiar reconheceu em seu voto (acompanhado pela unanimidade da Quarta Turma do STJ) que “O recorrente, como instituição bancária, está submetido às disposições do Código de Defesa do Consumidor, não porque ele seja fornecedor de um produto, mas porque presta um serviço consumido pelo cliente, que é o consumidor final desses serviços, e seus direitos devem ser igualmente protegidos como o de qualquer outro, especialmente porque nas relações bancárias há difusa utilização de contratos de massa e onde, com mais evidência, surge desigualdade de forças e vulnerabilidade do usuário”. (STJ)

²¹² No Recurso Especial n. 106.888/PR, o Ministro Cesar Asfor Rocha reconheceu em seu voto (acompanhado pela maioria dos julgadores da Segunda Seção do STJ) que “...O Código de Defesa do Consumidor incide sobre todas as relações e contratos pactuados entre as instituições financeiras e seus clientes [...]”. (STJ)

²¹³ IN 554 CVM: Art. 9º-A São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes.” (NR) “Art. 9º-B São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.” (NR).

declarem “qualificados”, mas têm experiência em operações no mercado de valores mobiliários e movimentem patrimônios vultuosos, façam jus à aplicação das regras do direito do consumidor.

De qualquer modo, Otávio Yazbek explica que a atividade exercida pelos fundos pode se situar em uma zona cinzenta entre o mercado de capitais e o mercado bancário²¹⁴. Essa constatação é importante, pois, mesmo atuando no mercado “desintermediado”, isto é, no mercado de valores mobiliários, os fundos prestam de alguma maneira atividades de intermediação para os investidores individuais, tal como ocorre no mercado financeiro em sentido estrito. A esse fato, some-se que a administração dos fundos pode ser realizada por instituições bancárias, consoante as exigências da CVM para o credenciamento como administrador fiduciário. Outrossim, os administradores prestam atividades remuneradas, de maneira profissional e habitual, para os cotistas, sujeitos que se vinculam aos fundos mediante instrumentos de adesão²¹⁵.

Diante dessas similaridades, Rodrigo Duffloth sugere que o CDC deva ser aplicado excepcionalmente no caso em que correntistas bancários passam a investir como mera extensão da gama de serviços oferecidos pelos bancos aos quais estão vinculados. De acordo com o autor, a aplicação restrita do CDC aos casos em que restar comprovada a vulnerabilidade técnica e econômica dos investidores consiste na opção mais razoável para a compatibilização da tutela protetiva do investimento com o crescimento da indústria de fundos²¹⁶. Segundo Carlos Henrique Batista, amparado em estudo empírico feito sobre a jurisprudência do STJ, a tendência do Tribunal é aplicar o CDC a partir de uma análise do patrimônio e da experiência do investidor, embora haja presunção *juris tantum* da vulnerabilidade do investidor pessoa física não profissional²¹⁷.

Embora a lógica de parcela da doutrina e do STJ seja consentânea com o propósito do CDC de garantir a igualdade jurídica entre partes fática e materialmente desiguais, entendemos que a aplicabilidade do CDC aos administradores de fundos de investimento encontra óbices de ordem racional e normativa. Alinhamo-nos ao pensamento de Arnaldo Wald e Nelson Eizirik de

²¹⁴ YAZBEK, Otávio. **Mercado de Capitais**. In: Tratado de Direito Comercial: Relações Societárias e Mercado de Capitais. vol. 4. COELHO, Fabio Ulhoa (org.). São Paulo: Saraiva, 2015. p. 231-232.

²¹⁵ 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**, vol. 17, p. 217-284. Jan-Mar, 2004

²¹⁶ DUFFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 108-110.

²¹⁷ 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**, vol. 74, Out-Dez 2016.

que os investimentos financeiros, conquanto ofertados no mercado de varejo, não se coadunam com a ideia de consumo. Parece ser claro que quando algum indivíduo investe não está a consumir qualquer produto ou serviço de maneira finalística, mas o faz como instrumento para futura e eventualmente implementar sua capacidade de compra e/ou produção. Além disso, as normas de responsabilidade do CDC guardam relativa incompatibilidade com o conteúdo das obrigações do administrador fiduciário.

Conforme demonstrado, o administrador assume obrigações de meio, a medida de sua responsabilidade é a má-gestão do fundo e o risco inerente ao investimento consiste em importante elemento excludente de sua responsabilidade. O CDC, por outro lado, tem como paradigma para os fornecedores de serviços a responsabilidade objetiva²¹⁸, a extensão do enquadramento de consumidor a todos os prejudicados de um mesmo evento danoso²¹⁹ e a responsabilidade solidária de todos os agentes envolvidos em uma cadeia de fornecimento de serviços.

Pablo Rentería explica que a responsabilidade civil objetiva é incompatível com as obrigações de meio. Conforme a lição do autor “nas obrigações de meios, a responsabilidade do devedor é sempre subjetiva, o que se explica pela própria conformação da prestação, que se esgota na diligência prometida pelo devedor”²²⁰. Nesse caso, ainda que aplicado o CDC para conferir proteção reforçada ao investidor vulnerável, o efeito prático não poderia compreender a imputação de um dever de indenizar de maneira objetiva. Afinal, a perquirição da própria conduta ilícita do administrador teria de avaliar o seu grau de zelo e cuidado, isto é, a suficiência de seus esforços e o modo com que procedeu no exercício de suas atribuições, se diligente ou descuidado, de maneira culposa ou não.

Efetivamente, a aplicação circunstancial do artigo 14 e seguintes do CDC para a responsabilização dos administradores de fundos de investimento não tem o condão de modificar o conteúdo das prestações a que estes se submetem. Se bem analisado o parágrafo primeiro do artigo 14 do CDC, o serviço será defeituoso para fins de responsabilização do administrador-fornecedor quando houver quebra da expectativa legítima que o cotista-consumidor deposita

²¹⁸ Art. 14. 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.

²¹⁹ Art. 17. Para os efeitos desta Seção [Responsabilidade por Fato do Produto e do Serviço], equiparam-se aos consumidores todas as vítimas do evento.

²²⁰ RENTERÍA, Pablo. **Obrigações de meios e de resultado: análise crítica**. Rio de Janeiro: Editora Método, 2011 (Coleção Prof. Rubens Limongi França, v. 9). p.98.

naquela atividade²²¹. Na prática isso ocorrerá quando o administrador deixar de informar riscos e fatos relevantes, no caso de adotar estratégias de gestão de ativos diferente daquela do regulamento ou por modificar unilateralmente o modo de prestação originalmente contratado. Quer dizer, quando descumprir seus deveres de organização, gestão e fidedignidade, igualmente ao que ocorre quando responde por má-gestão²²².

Eduardo Cherez Pavia, analisando julgados selecionados da jurisprudência do STJ e do TJSP nos quais o CDC foi utilizado como principal fonte normativa para solução de litígios entre administrador e cotistas de fundos de investimento, traz reflexão importante:

“[...] de uma forma ou de outra, ainda que condenados, as decisões estão baseadas na existência ou não de culpa do administrador ou gestor, seja em relação às informações prestadas, seja em relação ao dever de diligência que deveria ser adotado, seja em virtude das aplicações em desconformidade com os documentos do fundo.”

A tese do doutrinador se comprova pelo recente julgamento do Recurso Especial n. 1.724.722/RJ²²³, no qual a Ministra Nancy Andriighi, malgrado tenha fundado o seu voto no conceito de falha de serviço do CDC, exonera de responsabilidade administrador de fundo de investimento por não ter agido com “má-gestão”, “negligência” ou imperícia”:

“[...] É interessante reparar que o Tribunal de origem afirma a existência de troca inoportuna de título, mas não afirma a existência de culpa em sentido estrito, não se reconhecendo uma imperícia ou negligência da recorrente BB DTVM na administração de fundo de investimento [...] Veja-se que o acórdão recorrido se refere a “troca inoportuna”, o que é uma avaliação de mérito sobre a qualidade do serviço de administração de fundos de investimento, não uma afirmação de falha do serviço, nos termos do CDC, originada de possível má-gestão ou de negligência ou imperícia.”

Como se percebe o elemento culpa é indissociável da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. A esse respeito, Yanko Marcius de Alencar Xavier, Carlos Alexandre Corrêa Leite e Fabrício Germano Alves, conquanto afirmem ser o CDC aplicável às relações entre administrador e cotistas vulneráveis, reconhecem que a

²²¹ Art. 14. [...] §1º O serviço é defeituoso quando não fornece a segurança que o consumidor dele pode esperar, levando-se em consideração as circunstâncias relevantes, entre as quais: I – o modo de seu fornecimento; II – o resultado e os riscos que razoavelmente dele se esperam; III – a época em que foi fornecido.

²²² PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica de Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.170-173.

²²³ STJ, REsp n. 1724722/RJ, Relatora: Ministra Nancy Andriighi, Terceira Turma, Data de Julgamento: 27/08/2019, Data de Publicação DJe: 29/08/2019.

responsabilidade civil do administrador deverá ser subjetiva, respeitando o conteúdo das obrigações contratuais a que se submetem (sempre de meios), ressalvados os casos relativos ao descumprimento do dever de informação, circunstância que os autores afirmam que o administrador se sujeita a responsabilidade extracontratual e objetiva²²⁴.

O entendimento dos doutrinadores, embora adequado com relação à constatação de que a responsabilidade subjetiva é regra entre os administradores de fundos de investimento, possui pequena imprecisão em relação à responsabilidade pelo descumprimento do dever de informar. Conforme visto no item 2.3.2.3.1, o dever de informação é parte integrante das obrigações fiduciárias assumidas pelos administradores, de maneira que o seu descumprimento necessariamente exigirá do administrador uma conduta discrepante dos *standards* aos quais está vinculado. Seja para deliberadamente lesar os investidores mal informados ou por simples negligência, o descumprimento do dever de informar do administrador terá na sua raiz um comportamento culposo.

A incongruência do regime de responsabilidade civil objetiva do CDC com os administradores de fundos de investimento assume ainda maior destaque quando considerada a possibilidade de se estender os benefícios da proteção do consumidor a todos os prejudicados por determinado ato ilícito, conforme prevê o artigo 17 do diploma legal. Nesse caso, considerando que os fundos contemplam um sem-número de investidores e que a má-gestão do administrador tende a provocar danos patrimoniais com abrangência transindividual, o argumento da doutrina consumerista de que a responsabilidade objetiva se restringiria a casos específicos de investidores vulneráveis se fragiliza.

Além da incongruência do regime de responsabilidade civil objetiva com a natureza das obrigações dos administradores, é problemática a possível aplicação da norma do CDC que estatui a responsabilidade solidária de toda uma cadeia de fornecimento aos prestadores dos fundos. Conforme visto, a solidariedade do administrador restringe-se ao inadimplemento causado por auxiliares específicos, e não por todos aqueles envolvidos na atividade de intermediação financeira. Essa mudança geraria grande insegurança, pois aumentaria de maneira exacerbada o dever de vigilância dos administradores, além de ter o condão de provocar

²²⁴LEITE, 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**. Brasília. v. 17, n. 112, p. 271, Jun-Set 2015.

internalização de custos que poderiam levar ao descompasso econômico-financeiro da indústria de fundos de investimento²²⁵, provocando os efeitos mencionados do excesso de *enforcement* ou *overdeterrence*.

Desse modo, haja vista a diferença ontológica entre investir e consumir, assim como, as incompatibilidades do regime de responsabilidade civil previsto no CDC com o conteúdo das obrigações do administrador, a conclusão a que se chega é que mesmo diante de investidores ocasionais ou vulneráveis a responsabilidade civil do administrador de fundos será na sua essência subjetiva. Efetivamente, não é pelo fato de se tratar de investidor sem experiência que o cotista passa a ter o direito de se eximir dos riscos inerentes ao ato de investimento para, valendo-se de um regime de responsabilidade objetiva, exigir do administrador resultados sobre o capital investido.

3.6 ENQUADRAMENTO DO INSTITUTO

Demonstrados os regimes de responsabilidade civil que podem ser aplicados aos administradores de fundos de investimento, desvela-se que estes sujeitos responderão (i) subjetivamente, por danos decorrentes do descumprimento de suas obrigações de meio para com os investidores ou (ii) solidariamente, por danos causados aos cotistas pelo descumprimento culposo ou doloso dos deveres dos profissionais eventualmente contratados para desempenhar as atividades de gestão de carteira, tesouraria e escrituração de cotas.

Como se pode perceber, os pontos de interseção entre esses regimes são a vinculação a obrigações de meio e a necessidade da demonstração de culpa para a caracterização da conduta ilícita. De fato, como demonstrado no decorrer desse ensaio, a essência da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento consiste na má-gestão, consubstanciada no descumprimento de deveres de fidúcia, administração, supervisão, assim como mediante o emprego de estratégias de investimento discrepantes com a política prevista no regulamento e assentida pelos cotistas. Essas premissas até aqui construídas devem servir de arrimo para que seja possível se aproximar da natureza jurídica da responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento.

²²⁵CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.233.

Muito embora a doutrina a respeito dos regimes de responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento seja extensa, poucos foram os autores que buscaram analisar o possível enquadramento dessa relação jurídica de responsabilidade a uma das modalidades existentes no direito brasileiro. Os doutrinadores que assim procederam afirmam que a responsabilidade do administrador de fundos de investimento não difere daquela dos administradores de companhias abertas²²⁶.

Com efeito, é necessário reconhecer que há proximidade entre o conteúdo dos deveres a que se submetem os administradores de companhias e de fundos de investimento. Conforme tratado no item 2.3.1, malgrado os fundos e as sociedades constituam institutos distintos, as obrigações fiduciárias de seus administradores são convergentes, uma vez que a gestão do patrimônio alheio, sobretudo no mercado de capitais, exige padrões de diligência elevados. Além disso, ambos são irresponsáveis por prejuízos oriundos de atos regulares de gestão, somente sofrendo os efeitos da imputação pelo seu agir culposos²²⁷.

Entretanto, há diferenças não desprezíveis entre a responsabilidade dos administradores de companhias e de fundos de investimento. A uma, o vínculo que une os acionistas e o administrador de companhia é intrassocial, ao passo que o liame que une cotista e administrador de fundo se consubstancia em um contrato de investimento. A duas, os administradores de companhias não são prestadores de serviços, mas órgãos da sociedade e se submetem a responsabilidade *ex lege*, e não contratual²²⁸. Ademais, é necessário reiterar que os fundos não são sociedades e tampouco se submetem às regras da Lei nº 6.404/76, possuindo regramento próprio, inclusive relativo à responsabilidade, no CC/02.

Para além disso, os paralelos traçados pela doutrina (responsabilidade subjetiva e irresponsabilidade frente à boa administração) poderiam ser feitos em relação a outros sujeitos que assumem o dever de gerir recursos ou direitos com valor patrimonial em favor de terceiros,

²²⁶ Nesse sentido: MORONE, José Oswaldo Fernandes Caldas. **A Indústria de Fundos de Investimento: O Poder Regulamentar como Garantia do Investidor e Responsabilidade Civil do Administrador de Fundos**. TCCP (Mestrado), Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2005. Disponível em: <https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/7657/1/Jose%20Oswaldo%20Fernandes%20Caldas%20Morone.pdf>. Acesso em: 10 Nov. 19; SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 136 f. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de Brasília, Brasília, 2016.

²²⁷ SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 136 f. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de Brasília, Brasília, 2016. p. 126-127.

²²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 493.

não se tratando de característica peculiar dos gestores de sociedades por ações. Logo, se é seguro que a responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento tem natureza contratual e subjetiva, advindo da verificação de uma conduta representativa de má-gestão, parece inadequado afirmar que há identidade entre a responsabilidade do administrador do fundo com a responsabilidade do administrador de companhias abertas.

CONCLUSÃO

Do estudo realizado, depreende-se que, no Brasil, os fundos de investimento têm servido como porta de entrada para investidores no mercado de valores mobiliários, pois suas características contribuem para contornar os custos e os riscos normalmente associados ao investimento individual, permitindo que se tenha acesso a ativos rentáveis e a uma gestão profissional com somas de capital relativamente baixas.

Revelou-se que os fundos têm origem nos *trusts* anglo-americanos e surgiram como alternativas às sociedades de investimento. A análise dos elementos conformadores dos fundos de investimento, quais sejam, pluralidade de sujeitos, patrimônio comum, ausência de personalidade e inexistência de vínculo associativo entre seus participantes, permitiu que se inferisse que esses se tratam de condomínios mobiliários e não sociedades, tendo inclusive uma disciplina legal própria, obtida do diálogo entre as normas da CVM e do CC/02.

A constituição e o funcionamento dos fundos incumbe ao administrador, pessoa jurídica credenciada junto à CVM para a gestão profissional de ativos. A investigação das obrigações do administrador de fundo de investimento desvela que este deve atuar sempre no interesse dos titulares do patrimônio do fundo, empregando os melhores esforços na observância do regulamento e na proteção dos investidores. Essa dinâmica joga luz sobre o fato de que a relação do administrador com o conjunto de cotistas está calcada na confiança, de modo que é possível afirmar que se trate de uma prestação de serviços de caráter fiduciário.

Os deveres dos administradores, contudo, não são de resultado, mas de meio. O arranjo contratual, que conduz ao ingresso do cotista no fundo, encerra para o administrador o dever específico de agir com diligência e lealdade na proteção dos interesses dos titulares do fundo. Foi visto que o mercado de capitais pauta-se na repartição de riscos, e no âmbito dos fundos de investimento os riscos de mercado correm por conta do investidor individual, ao passo que o administrador assume o risco de operação. Portanto, só será responsabilizado quando faltar com um de seus deveres, quer dizer, quando agir com culpa.

Conforme analisado, as normas de direito positivo estabelecem que os administradores apenas serão responsabilizados se descumprirem culposamente com seus deveres. Especificamente da leitura novo artigo 1.368-E do CC/02 infere-se que não haverá responsabilidade por atos regulares de gestão. E considerando que a culpa consiste na adoção de

um comportamento juridicamente indesejável, percebe-se que as decisões eventualmente errôneas do administrador que estiverem albergadas pela diligência e boa-fé o protegerão da sanção civil, lhe sendo, pois, aplicável a *business judgementrule*.

Tendo ponderado que os riscos inerentes ao investimento não podem ser eliminados e muito menos absorvidos pelos administradores, revela-se também que o sistema jurídico exige que se demonstre uma causalidade direta entre o comportamento culposo e as perdas patrimoniais suportadas pelos cotistas. Como se viu, a materialização dos riscos inerentes ao investimento consiste em fator excludente de responsabilidade do administrador, garantindo, assim, a autorresponsabilização do investidor, indivíduo que, ao fim e ao cabo, assume maior parcela da álea do contrato.

Analisados os conceitos de investidor e consumidor, e demonstrada a incompatibilidade lógica e normativa dos atos de investimento com os atos de consumo, sugere-se que seja superado o entendimento jurisprudencial de aplicação do CDC às relações entre administrador e cotistas.

Por fim, avaliados os regimes de responsabilidade a que se submetem os administradores de fundos de investimento, demonstrou-se que serão responsabilizados: (i) subjetivamente, por danos decorrentes do descumprimento de suas obrigações de meio para com os investidores ou (ii) solidariamente, por danos causados aos cotistas pelo descumprimento culposo ou doloso dos deveres dos profissionais contratados.

Nesse sentido, a natureza da responsabilidade dos administradores de fundos de investimento deverá ser contratual e subjetiva, tendo como medida a verificação de uma conduta representativa de sua má-gestão. Entendimento diverso, alinhado a um paradigma de responsabilidade objetiva, contrariaria a própria racionalidade do mercado de capitais, que por sua essência deve privilegiar a competitividade dos agentes e recusar-se a posturas paternalistas. A relevância dos fundos de investimento na mobilização da poupança nacional e no financiamento da iniciativa privada exige que o Direito esteja a serviço de seu desenvolvimento e não na sua contramão.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. **Revista da Faculdade de Direito**, Universidade de São Paulo, 66, 1971, p.223-271. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66628>>. Acesso em: 26 Out 2019

ANBIMA. **Consolidado Diário de Fundos de Investimento**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm>. Acesso em: 23 nov 2019.

ARAÚJO, Victor Hugo Cardoso. A Regulamentação da Informação no Mercado de Capitais. **Revista de Direito Privado**, vol. 62, p. 151 – 164, Abr - Jun 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

BARBOSA, Diego Makasevicius. **Previsão da Estrutura a Termo de Cupom Cambial**. Rio de Janeiro 2017. p. 18. TCCP (Mestrado), Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <[http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/19300/Trabalho%20Final%20\(Assinada\).pdf?sequence=1](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/19300/Trabalho%20Final%20(Assinada).pdf?sequence=1)>. Acesso em: 28 Out 2019.

BARRETO FILHO, Oscar. **Regime Jurídico das Sociedades de Investimento**. São Paulo: Max Limonad, 1956.

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**, vol. 74, Out-Dez 2016.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

BRASIL, **Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>, Acesso em: 27 set 2019.

BRASIL, **Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>, Acesso em: 23 out 2019.

BRASIL, **Lei n. 8.078, de 11 de setembro de 1990,** Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8078.htm>, Acesso em: 19 out 2019.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 1.003.893.** Relator: Ministro Massami Uyeda. Brasília, j. em: 10/08/2010. Disponível em: < <https://scon.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp> >. Acesso em: 14 nov 2019.

BRASIL, Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial 1.346.362.** Relator: Ministro Benedito Gonçalves. Brasília, j. em: 03/08/2016. Disponível em: < <https://scon.stj.jus.br/SCON/jurisprudencia/doc.jsp>>. Acesso em: 14 nov 2019.

CAMARGO, André Antunes Soares. **Novo Desafio da Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro: A Divulgação de Informações.** Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 38, p. 99 – 121, Out - Dez 2007.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial.** São Paulo: Saraiva, 2010.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil.** 13. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

COELHO, Alexandre Ramos. **A Indústria de Fundos de Investimento no Brasil: Um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimento.** 2015. TCC (Mestrado) – Escola de Direito de São Paulo da

Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2015. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13779>>. Acesso em: 29 Out 2019

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial : direito de empresa**. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Instrução Normativa n. 554, de 17 de dezembro de 2014**. Disponível em: <file:///C:/Users/jonat/Downloads/inst554consolid.pdf>, Acesso em: 18 out 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, **Instrução Normativa n. 555, de 17 de dezembro de 2014**. Disponível em: <file:///C:/Users/jonat/Downloads/inst555consolid.pdf>, Acesso em: 18 out 2019.

DANTAS, San Tiago. **Programa de Direito Civil**.vol. 1. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1978.

DANTAS, San Tiago. **Programa de Direito Civil**.vol. 3.2.ed. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1981.

DECCACHE, Maria Magalhães. **Fundos de investimento no Brasil: rentabilidade em diferentes cenários econômicos**. Monografia (Graduação em Economia). 39 f. 2017. PUC-RJ. Rio de Janeiro, 2017. p. 18-22. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Maria_Magalhaes_Deccache.pdf>. Acesso em: 28 Out 2019

DI PIETRO, Maria Syllvia Zanella. **Direito Administrativo**. 29 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

Dicionário Michaelis. Disponível em: <<https://michaelis.uol.com.br/moderno-ingles/busca/ingles-portugues-moderno/trust/>>. Acesso em: 26 Out 2019

DOMINGUES, Laura Moreira. **Uma análise dos deveres e responsabilidade de administradores e gestores de fundos de investimento**. 2016. p. 20-23. TCC (graduação) –

Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2016. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18981>>. Acesso em: 28 Out 2019

DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2015.

DUFFLOTH, Rodrigo. **Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais - Regime Jurídico**. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FERRAZ JUNIOR, Tercio Sampaio. **Introdução ao Estudo do Direito: Técnica, Decisão, Dominação**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2018.

FERREIRA NETO, Ermiro. **Privacidade e Divulgação de Remuneração no Mercado de Capitais**. Salvador: Juspodivm, 2015.

FERREIRA, Renato Luis Bueloni. **Fundos e Clubes de Investimento**. In: Direito, Gestão e Prática: Mercado de Capitais. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. (coord). São Paulo: Saraiva, 2013.

FINKELSTEIN, Maria Eugenia. Assimetria Informacional e Governança Corporativa. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 73, p. 71 – 91, Jul - Set 2016.

FRANCO, Juliana Maria Pinheiro. Regulamentação Aplicável às Atividades de Administração de Fundos de Investimento e de Carteiras de Valores Mobiliários. **Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo**, vol. 29, p. 211-226, Jan-Jun. 2012.

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2001.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro: Responsabilidade Civil**. 17 ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

GORGA, Érica. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **Investor Protection and Corporate Governance**. 1999. p. 5 Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908> Acesso em: 12 out 2019.

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**. Brasília. v. 17, n. 112, p. 271, Jun-Set 2015.

LONGO, José Henrique; PHEBO, Márica Setti. Fundos de Investimento. **Revista Tributária das Américas**, vol. 6. p. 283-303. Jul - Dez. 2012.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. vol. 1. Tomo 2. São Paulo: Editora FGV, 2015.

MIRAGEM, Bruno Nubens Barbosa. **Responsabilidade Civil**. São Paulo: Saraiva, 2015.

MONTEIRO, Rogério. Responsabilidade do Administrador de Fundos de Investimento. *In*: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 30, Out 2005.

MORONE, José Oswaldo Fernandes Caldas. **A Indústria de Fundos de Investimento: O Poder Regulamentar como Garantia do Investidor e Responsabilidade Civil do Administrador de Fundos**. Dissertação (Mestrado em Direito), Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2005.

Disponível em: <
<https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/7657/1/Jose%20Oswaldo%20Fernandes%20Caldas%20Morone.pdf>> Acesso em: 10 Nov. 19

OLIVA, Milena Donato. Indenização Devida “ao Fundo de Investimento”: Qual Cotista vai ser Contemplado, o Atual ou o da Data do Dano? **Revista dos Tribunais**, vol. 904, Fev, p. 73-96. 2011.

OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. **Obrigação de meios e assunção de riscos pelo consumidor**, Revista de Direito do Consumidor, vol. 111, p.19-38, 2017.

PARENTE, Norma Jonssen. **Mercado de Capitais**. Tratado de Direito Empresarial. vol. VI. 2.ed. CARVALHOSA, Modesto (cord). São Paulo: Thomson Reuthers Brasil, 2018.

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica de Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PERRICONE, Sheila. Fundos de Investimento: A Política de Investimento e a Responsabilidade dos Administradores. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 11, 2001. p. 80-101. Jan-Mar 2001.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. **Código de Defesa do Consumidor e Sistema Financeiro Nacional: Primeiras Reflexões sobre o Julgamento da ADI 2591**. In: Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos Bancos: ADI 2591.

PIRES, Daniela Marin, **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. 2 ed. São Paulo: Almedina, 2015.

PONTES, Aloysio Lopes. **Instituições Financeiras Privadas**. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

RIBERO, Leonardo Fernandes da Matta. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. 132 f. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito). FGV. São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/16391>> Acesso em: 28 Out 2019.

RIO DE JANEIRO (Estado). **Apelação Cível 0083983-55.2001.8.19.0001**. Relator: Ricardo Rodrigues Cardoso. Rio de Janeiro, j. em: 29/01/2008. Disponível em: <<http://www4.tjrj.jus.br/numeracaoUnica/faces/index.jsp?numProcesso=008398355.2001.8.19.0001>>. Acesso em: 18 out 2019.

RODRIGUES, Larissa Carneiro. Ação Civil Pública e a Proteção dos Investidores no Mercado de Capitais. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, Brasília: vol. 13, Jul - Set 2019.

ROPPO, Enzo. **O Contrato**. Trad. Ana Coimbra. Coimbra: Almedina, 2009.

ROQUE, Pamela Romeu. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. São Paulo: Almedina, 2014.

ROSE, Amanda. **The multienforcer approach to securities fraud deterrence: a critical analysis**. University of Pennsylvania Law Review, v. 158, p. 2.183. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1504158 Acesso em: 27 out 2019.

SALAMA, Bruno Meyerhof. Conceito de Investimento para fins do art. 443 do RIR. *In*: **Revista de Direito Tributário Contemporâneo**, vol 15, p. 17 – 35, Nov – Dez 2018.

SALAMA, Bruno Meyerhof; BRAGA, Vicente Piccoli M. **Dever de Diligência do Conselheiro de Administração: Lições da jurisprudência administrativa nas companhias abertas**. FGV

Direito SP Research Paper Series n. 145. p. 10. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2716314>. Acesso em: 02 nov 2019.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O trust e o direito brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016. São Paulo (Estado). **Apelação Cível 0027680-61.2006.4.03.6100**. Relator: Desembargador Federal Carlos Multa. São Paulo, j. em: 04/09/2013. Disponível em: <<http://web.trf3.jus.br/consultas/Internet/ConsultaProcessual/Processo?NumeroProcesso=00276806120064036100>>. Acesso em 12 out 2019.

SATIRO, Francisco. **Construção Judicial sobre Ativos de Fundos de Investimento em Participações**. In: TEIXEIRA, Tarcísio(org) *Direito Empresarial - Estudos em Homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa*. São Paulo: IASP, 2015.

SILVA, De Plácido e. **Vocabulário Jurídico**. Atualizadores Nagib Slaibi Filho e Priscilla Pereira Vasques Gomes. 31 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

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**, vol. 17, p. 217-284. Jan-Mar 2004.

SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 136 f. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília – UnB, Brasília, 2016.

SOUZA, Raphael Pereira de. **A Governança nos Fundos de Investimento e o Novo Marco Regulatório: Uma Análise dos Custos de Agência**. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. vol. 75, p. 261-286, Jan-Mar. 2017.

STUBER, Walter Douglas. A Nova Regulamentação dos Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 27., p. 306-327. Jan-Mar/2005.

TERPINS, Nicole Mattar Haddad. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário**. 148 f. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2013.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. **O Contrato e sua Função Social: A boa-fé objetiva no ordenamento jurídico e a jurisprudência contemporânea**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Teoria geral e Direito Societário**. vol.1. 9.ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

WALD, Arnaldo. O Direito do Consumidor e suas Repercussões em Relação às Instituições Financeiras. **Revista dos Tribunais**, vol. 666, Abr 1991.

YAZBEK, Otávio. **Mercado de Capitais**. In: Tratado de Direito Comercial: Relações Societárias e Mercado de Capitais. vol. 4. COELHO, Fabio Ulhoa (org.). São Paulo: Saraiva, 2015.