

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

CAMILA FERNANDES SANTOS

A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS PRESTADORES DE SERVIÇO DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO: um estudo à luz das mudanças instituídas pela Lei 13.874 de 20 de setembro
de 2019

São Paulo

2019

CAMILA FERNANDES SANTOS

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para
obtenção de título de Bacharel no Curso
de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie

ORIENTADOR: PROF. DR. MARCELO FORTES BARBOSA FILHO

São Paulo

2019

CAMILA FERNANDES SANTOS

A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS PRESTADORES DE SERVIÇO DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO: um estudo à luz das mudanças instituídas pela Lei 13.874 de 20 de setembro
de 2019

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para
obtenção de título de Bacharel no Curso
de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador: Prof. Dr. Marcelo Fortes Barbosa Filho

Examinador: Prof. Dr. Roque Theophilo Junior

Examinador: Prof. Dr. Washington Carlos de Almeida

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e à minha irmã pelo suporte, pela paciência, pelas tardes de sábado que aliviam todo e qualquer sentimento de preocupação, por serem casa e por comemorarem cada vitória minha.

Aos meus avós por me ensinarem sobre perseverança e garra e pelas inúmeras orações pelo meu sucesso e proteção.

Aos meus tios e tias por demonstrarem orgulho a cada passo meu.

À Júlia e à Carol, que me ensinaram o verdadeiro significado de amizade e que mesmo longe se fazem presentes em todos os momentos da minha vida.

À Beatriz, minha companheira de apartamento, com quem tive conversas profundas sobre os mais diversos assuntos e com quem compartilhei momentos memoráveis durante três anos.

À Natalia e à Maria Augusta, minhas companheiras de Mattos Filho, as quais devo boa parte das minhas risadas diárias e do conforto de me sentir acolhida em uma cidade tão grande.

À Livia, ao Victor e ao Andre, pelas discussões diárias, pelos trabalhos em grupo e pelo companheirismo durante toda a graduação.

A todos os amigos incríveis que fiz durante esses cinco anos de Mackenzie por compartilharem angústias e conquistas.

À minhas chefes Adriana Morais e Maria Guido, responsáveis por desenvolverem minha paixão pelo direito e por acreditarem no meu trabalho.

Aos meus colegas do Mattos Filho, que tanto me ensinam sobre resiliência e força de vontade.

Ao meu orientador, pelas conversas jurídicas e pelo suporte.

A Deus, por guiar meu caminho.

A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS PRESTADORES DE SERVIÇO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO: um estudo à luz das mudanças instituídas pela Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019

Camila Fernandes Santos

RESUMO

Os estudos sobre os fundos de investimento no Brasil, apesar de ainda incipientes, demonstram-se cada vez mais dinâmicos, considerando seu volátil universo normativo e regulamentar. O debate sobre a sua natureza é exemplo clássico das discussões travadas entre os acadêmicos em face de um instituto recente no direito brasileiro. A conversão da Medida Provisória nº 881/2019 na Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019 é a mais recente mudança no cenário normativo dos fundos de investimento e deve ser considerada um marco para a definição de sua natureza jurídica, assim como uma mudança significativa no regime de responsabilidades dos investidores, dos prestadores de serviço dos fundos de investimento e, conseqüentemente, na forma de interpretação e regulação dessas mudanças pela Comissão de Valores Mobiliários, responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de capitais.

Palavras-chaves: Fundos de Investimento; Lei da Liberdade Econômica; Comissão de Valores Mobiliários; Responsabilidade Civil; Prestadores de Serviço.

ABSTRACT

Although studies on investment funds in Brazil are still incipient, they are becoming increasingly dynamic, considering its volatile normative and regulatory universe. The debate over the nature of the investment funds is a classic example of the deep discussions between law scholars about a recent institute, compared to other existing legal institutes. The conversion of Provisional Measure No. 881/2019 into Law 13,874 of September 20, 2019 is one of the most recent changes in the regulatory framework for investment funds, as it must be considered a milestone for defining the legal nature of investment funds, as well as a significant change in the liability regime of investment fund service providers and, consequently, in the way these changes are managed by the Securities Commission, which is responsible for regulating and overseeing the capital markets.

Keywords: Investment Funds; Economic Liberty Law; Securities Commission; Liability Regime; Service Providers.

Sumário: 1. Introdução. 2. Fundos de Investimento: Natureza, Regulamentação, Autorregulação e Agentes de Mercado. 2.1. Natureza jurídica. 2.2 Regulamentação. 2.3. Autorregulação. 2.4. Agentes de Mercado. 2.4.1. Administrador. 2.4.2. Gestor. 2.4.3. Consultores de Mercado. 2.4.4 Tesoureiro e Controlador e Processador de Ativos. 2.4.5. Distribuidor. 2.4.6. Escriturador. 2.4.7. Custodiante. 2.4.8. Classificador de Risco e Formador de Mercado. 3. O Regime de Responsabilidade Civil dos Prestador de Serviço dos Fundos de Investimento. 3.1. Código Civil Brasileiro de 2002. 3.1.1. Responsabilidade Civil Subjetiva. 3.1.2. Responsabilidade Civil Objetiva. 3.1.3. Teoria Aplicável. 3.2. Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014. 3.3. Aplicação do Código de Defesa do Consumidor. 3.4. Lei nº 13.874 de 20 de setembro de 2019. 4. Apontamentos Práticos Relativos às Mudanças Instituídas pela Lei nº 13.874/19. 5. Conclusão. 6. Referências.

1. INTRODUÇÃO

O presente estudo tem o condão de realizar uma análise crítica sobre as mudanças no regime de responsabilidade civil dos prestadores de serviço dos fundos de investimento, instituídas por meio da conversão da chamada MP da Liberdade Econômica na Lei nº 13.874/2019.

Se antes a Comissão de Valores Mobiliários estabelecia que, caso um administrador optasse por contratar terceiros para figurar como gestores, tesoureiros e escrituradores, este deveria celebrar contratos que previssessem a sua responsabilização solidária com os contratados perante os investidores, a Lei nº 13.874/2019 insere no Código Civil Brasileiro de 2002 um capítulo exclusivo aos fundos de investimento e dispõe, no novo artigo 1.368-D, inciso I, um regime jurídico diverso, que atende a apelos do mercado como um todo e reflete práticas internacionais.

A partir da regulação do referido dispositivo legal, os regulamentos dos fundos de investimento poderão estabelecer “a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade”¹.

¹ Artigo 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;

A Lei nº 13.874/2019 traz consigo questionamentos quanto a sua interpretação e seus reflexos no dia-a-dia do funcionamento dos fundos de investimento e dos passivos judiciais, a depender de como passarão a se comportar os agentes de mercado.

A chamada “indústria de investimento brasileira”, compreendida pelas atividades desempenhadas pelos agentes de mercado e investidores do mercado de capitais, encontra-se em fase franco desenvolvimento, vez os que a Comissão de Valores Mobiliários e os estudiosos imprimem a adoção de princípios cada vez mais adaptados à realidade e dinamismo das relações interpessoais e, principalmente, aos recentes desenvolvimentos tecnológicos.

Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA – em contrapartida aos 4.540 fundos de investimento existentes em dezembro de 2002, há atualmente 18.274 fundos de investimento no mercado brasileiro².

Com tamanho crescimento no número de fundos de investimento e a popularização do produto e o seu efetivo estabelecimento como um veículo de captação da poupança popular, cada vez mais se vê necessário o estabelecimento de regras claras e que sejam capazes de controlar o mercado de capitais, de forma a criar um ambiente de investimento seguro e convidativo. Os grandes questionamentos que surgem são: até onde as normas criadas para regulamentar o mercado de capitais e em especial o mercado de fundos de investimento são de fato claras e eficazes? Quais são os reflexos práticos de tais normas? A Lei nº 13.874/2019 representa um modelo normativo adequado ao mercado de fundos de investimento?

2. FUNDOS DE INVESTIMENTO: NATUREZA, REGULAMENTAÇÃO, AUTORREGULAÇÃO E AGENTES DE MERCADO

2.1 Natureza jurídica

II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e

III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe.

² Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-de-fundos-encerra-o-mes-com-captacao-de-r-4-5-bilhoes-8A2AB2916D03F1C6016D070342217D30.htm>. Acesso em 19 out. 2019

Antes da conversão da Medida Provisória nº 881/2019 em lei, muito se discutia sobre a natureza dos fundos de investimento. No Brasil, predominavam duas correntes teóricas, uma em defesa da natureza de copropriedade e a outra da natureza societária³.

No presente estudo, não se pretende esgotar a discussão sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, mas apenas introduzir as discussões principais a partir de rápida demonstração da estrutura de tal instituto e de sua dinâmica de funcionamento.

A primeira teoria considera os fundos de investimento como condomínios, o que significa dizer que estariam abarcados no conceito de condomínio do Código Civil Brasileiro de 2002 e, conseqüentemente, as disposições sobre os condomínios eram aplicadas aos fundos de investimento.⁴

Ocorre que o conceito de condomínio amolda-se apenas parcialmente à natureza dos fundos de investimento, isso porque existem peculiaridades dos fundos de investimento que são incompatíveis com o conceito de condomínio.⁵

Segundo essa vertente, os fundos de investimento teriam natureza de condomínios por serem veículos criados para possibilitar a copropriedade de um ou mais bens.

Segundo Sílvio de Salvo Venosa, “entende-se por condomínio a propriedade, ao mesmo tempo e sobre o mesmo bem, de mais de um proprietário”⁶. Em consonância com o conceito informado por Venosa, Caio Mário da Silva Pereira define condomínio como “quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes”⁷.

Não obstante a estrutura dos fundos de investimento cumpra com os requisitos básicos do condomínio consagrados no Código Civil Brasileiro de 2002, quais sejam, o exercício de direitos políticos conforme a participação pro rata no bem detido em conjunto (seja um bem móvel qualquer ou uma cota de fundo), a interrelação entre os condôminos deve ser vista de

³ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 1, p. 22.

⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 1, p. 22.

⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 1, p. 22-23.

⁶ VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: Parte Geral**. 18. ed. São Paulo: Atlas, 2018. 1º v. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597014594/cfi/6/18!/4/658/2@0:100>>. Acesso em: 15 out. 2019.

⁷ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: Volume IV, Direitos Reais**. Revista e Atualizada por Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. 19ª ed. p. 175. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

forma diametralmente oposta. Enquanto no condomínio cível faz sentido que o condômino com maior participação na coisa a administre (norma não cogente), nos fundos de investimento é imperioso que o administrador da coisa tenha conhecimentos técnicos e jurídicos específicos, sendo completamente descabido atribuir a função um investidor, independentemente de sua participação.

Ainda, há outras incompatibilidades entre o regime dos condomínios e o regime dos fundos de investimento, tais quais o modo de resgate, a responsabilidade por passivos e pelo patrimônio líquido negativo e o usufruto do bem comum⁸, porém para fins de rápida exposição sobre a discussão da natureza jurídica do instituto, basta aqui a noção de que a discussão é profunda e comporta argumentos pró e contra a definição de fundo de investimento como condomínio.

Quanto à teoria da natureza societária, esta considera que os fundos de investimento seriam verdadeira sociedade empresária ao passo que estariam em conformidade com os requisitos previstos no artigo 981 do Código Civil Brasileiro de 2002⁹.

Segundo seus defensores, há contribuição de bens por meio dos investimentos realizados, há atividade econômica na circulação de bens e na participação em sociedades ou outros fundos de investimento, são estruturados de forma a atingir resultados econômicos e há distribuição de resultados entre seus cotistas.¹⁰

⁸ O resgate nos fundos de investimento se dá por meio de regras determinadas nos seus regulamentos, o qual estabelecerá o prazo entre o pedido de resgate e a data de conversão das cotas (data de apuração de seu valor) para efeito do pagamento do resgate, e, no caso dos fundos de investimento abertos – entendidos como aqueles em que os cotistas podem pedir o resgate das cotas a qualquer tempo - as cotas não podem ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal. Nos fundos de investimento fechados – entendidos como aqueles em que o resgate da cota só pode acontecer ao final do prazo terminado – a transferência da cota pode ocorrer por meio de termo de cessão ou transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou através de bolsa de valores ou entidade de balcão organizado em que as cotas do fundo de investimento sejam admitidas à negociação. Já nos condomínios a divisão do bem comum pode ser feita a qualquer tempo, respondendo o quinhão de cada um pela parte nas despesas da divisão. Quanto à responsabilidade pelo patrimônio líquido negativo, os cotistas têm responsabilidade, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e dos gestor caso fique comprovada a inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento ou na Instrução CVM nº 555/2014. Já no caso dos condomínios, o condômino pode eximir-se da responsabilidade de arcar com o pagamento de despesas e dívidas se renuncia à parte ideal que o pertence. Ainda, enquanto que nos fundos de investimento as decisões são tomadas pelo administrador e pelos prestadores de serviço, no condomínio cada condômino pode usar do bem comum conforme sua destinação. (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 1, p. 23-24)

⁹ Artigo 981: Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.

¹⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 1, p. 25-26.

Entretanto, não há um tipo societário ao qual os fundos de investimento se amoldem perfeitamente, não havendo, portanto, total compatibilidade entre suas naturezas.

Tentando pacificar tal discussão, a Lei nº 13.874 de 20 de setembro de 2019, fruto de conversão da Medida Provisória nº 881/2019 - conhecida como “MP da Liberdade Econômica”- inseriu no Código Civil Brasileiro de 2002 um novo capítulo específico para a regulamentação dos fundos de investimento e, mais especificamente, o artigo 1.368-C¹¹, o qual dispõe expressamente que o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial.

Ainda, os parágrafos 1º a 3º do referido artigo trazem ressalvas importantes quanto à não aplicação das disposições relativas ao condomínio contemplado pelo Código Civil Brasileiro de 2002 aos fundos de investimento, além da delegação à Comissão de Valores Mobiliários da disciplina exclusiva da natureza jurídica de condomínio de natureza especial dos fundos de investimento, conforme se vê abaixo:

§ 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.

§ 3º O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.

Houve, portanto, a consolidação da natureza jurídica dos fundos de investimento, que apesar de ter se tornado discussão considerada por muitos como ultrapassada, passa a ser definitivamente regulada e sofre mudança quanto à não aplicação dos dispositivos do condomínio do Código Civil aos fundos de investimento, o que até então ocorria, apesar das incompatibilidades entre os institutos.

2.2 Regulamentação

A Constituição Federal Brasileira de 1988 dedica capítulo exclusivo ao sistema financeiro nacional, o qual compreende o mercado de capitais e, conseqüentemente, os fundos de

¹¹ 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.

investimento, dispondo em seu artigo 192 os princípios que o fundamentam¹² e definindo que as matérias relativas a ele devem ser regidas por meio de leis complementares.

A Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1979, conhecida como a lei do mercado de capitais, já existente quando da promulgação da Constituição Federal de 1988, apesar de recepcionada pela Constituição, possui status de lei ordinária.

Os fundos de investimento são regulados por meio de Instruções e Deliberações expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme disposição da lei do mercado de capitais, a qual instituiu a CVM em seu artigo 5º¹³ e atribuiu à entidade autárquica em regime especial a competência de regular o mercado de capitais.

À Comissão de Valores Mobiliários, considerando sua natureza jurídica de agência reguladora, incumbe o papel de regulamentação e fiscalização do mercado de capitais por meio da edição das instruções e deliberações e pela instauração de processos administrativos para apuração de condutas ilícitas ou irregulares, com a possibilidade de aplicação de sanções.¹⁴

Os incisos do artigo 2º da lei do mercado de capitais dispõem sobre quais são valores mobiliários, compreendendo em seu inciso 5º, as cotas de fundos de investimento.

O inciso 3º, por sua vez, dispõe que cabe à Comissão de Valores Mobiliários “expedir normas para a execução do disposto neste artigo”.

Ou seja, em uma leitura conjunta das disposições acima, conclui-se que cabe à Comissão de Valores Mobiliários a competência para regular os fundos de investimento.

A competência normativa da CVM muito já foi objeto de discussão entre os estudiosos do direito administrativo em relação ao princípio da separação dos poderes e a alegada invasão da esfera legislativa por órgão executivo.¹⁵

Ao analisar-se o mercado de capitais e a necessidade de regulamentação para sua disciplina e organização, percebe-se que até mesmo as relações essencialmente privadas precisam ser reguladas, razão pela qual Eizirik entende que

¹² “(i) a promoção do desenvolvimento equilibrado do País; e (ii) a proteção dos interesses da coletividade” (PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 2, p. 76.)

¹³ Art. 5º: É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

¹⁴ EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. Cap. 7, p. 264.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. Cap. 7, p. 267.

O moderno direito administrativo, com efeito, desloca o tratamento das autarquias especiais no âmbito do controle exclusivo do Poder Executivo, para situá-las como entidades dotadas de autonomia e, portanto, independentes de todos os Poderes estatais, daí resultando a afirmativa de que atuam *como se fossem* poderes legiferantes ou *como se fossem* órgãos judicantes.¹⁶

Nesse contexto, existem fundos de investimento que são regidos pelas regras **(i)** da Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014, a qual revogou a Instrução CVM nº 409 de 18 de agosto de 2004 e dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações; ou os chamados fundos de investimento estruturados os quais são regidos pelas regras **(ii)** da Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001, a qual dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento em direitos creditórios e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios; **(iii)** da Instrução CVM nº 398 de 28 de outubro de 2003, a qual dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação dos fundos de financiamento da indústria cinematográfica nacional; **(iv)** da Instrução CVM nº 444 de 08 de dezembro de 2006, a qual dispõe sobre o funcionamento dos fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados; **(v)** da Instrução CVM nº 472 de 31 de outubro de 2008, a qual dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento, oferta pública de distribuição de cotas e divulgação de informações dos fundos de investimento imobiliários; **(vi)** da Instrução CVM nº 578 de 30 de agosto de 2016, a qual dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento em participações; e **(vii)** da Instrução CVM nº 579 de 30 de agosto de 2016, a qual dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos fundos de investimento em participações.¹⁷

Dessa maneira, os fundos de investimento, sejam estruturados ou não, precisam necessariamente seguir as regras, expressas em formas de regulamentos, para seu devido funcionamento e proteção do mercado de capitais.

A violação às determinações da Comissão de Valores Mobiliários acarreta a instauração de procedimento administrativo para apuração de condutas, podendo culminar na aplicação de sanções administrativas como multas ou impedimentos.

¹⁶ EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. Cap. 7, p. 269.

¹⁷ Todas as informações relativas ao conteúdo das referidas instruções, assim como rápida explicação sobre os fundos de investimento estão disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/sobre.html>>. Acesso em: 15 out. 2019.

Ainda, caso a conduta irregular tenha como resultado prejuízos aos investidores, poderá acarretar no ajuizamento de ações indenizatórias por parte daqueles lesados.

Os reflexos do descumprimento das regras instituídas para organização e proteção do mercado de capitais pode, portanto, gerar passivos administrativos e judiciais para aqueles que praticam as condutas irregulares.

2.3 Autorregulação

De modo a reforçar a regulamentação realizada por meio da entidade autárquica em regime especial, os fundos de investimentos também são autorregulados. A autorregulação tem duas características básicas, as quais se resumem à forma de coordenação organizada e coletiva, realizada por entidades privadas, que estabelece e impõe regras àqueles que optam por se tornarem membros.¹⁸

O desenvolvimento da autorregulação se dá no contexto da necessidade de coordenação de temas de cunho específico ligados às atividades profissionais, frente à dificuldade estatal de conhecimento técnico sobre o funcionamento do mercado e a ética ligada ao desenvolvimento da profissão.¹⁹

Segundo Adriano Ferraz, advogado e fundador e conselheiro do Grupo de Estudos de Direito Empresarial da Universidade Federal de Minas Gerais, a dificuldade do Estado frente às questões de técnica e ética podem ser resumidas da seguinte forma:

- (i) O Estado não é capaz de coordenar por completo a atual sociedade, marcada por uma estrutura altamente complexa. No campo da economia, observa-se uma evolução constante e acelerada, que exigem uma especialização cada vez maior dos técnicos envolvidos. Por esse motivo, o conhecimento técnico cada vez mais passa a estar sob o poder de profissionais privados e, via de regra, não é compartilhado com o Estado. Logo, em relação a essas questões, o Estado passa a não possuir o aparato necessário para coordenar toda a economia, sendo necessária a coordenação concomitante da autorregulação; e
- (ii) já a ética, entendida como uma reflexão sobre a moral, não está englobada pelo direito. Não pairam dúvidas de que há normas jurídicas que possuem conteúdo moral, mas o direito não regula todas as regras morais. A ética profissional é um fenômeno que se desenvolve fora dos limites do direito e, portanto, fora do controle exercido pelo Estado”.²⁰

¹⁸ FERRAZ, Adriano. O Papel da ANBIMA na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 2, p. 37.

¹⁹ FERRAZ, Adriano. O Papel da ANBIMA na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 2, p. 43.

²⁰ FERRAZ, Adriano. O Papel da ANBIMA na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 2, p. 43.

Quanto à sua classificação, a autorregulação pode ser pública e privada, legal ou voluntária, dependendo da existência, ou não, de determinação legal para a sua edição e seu exercício.²¹

Diz-se pública e legal a autorregulação imposta por meio de lei aos agentes de mercado²², como é a autorregulação exercida pela Bolsa de Valores do Brasil e, atualmente, pela BSM, a qual é “empresa integrante do grupo B3 e constituída para realizar, com autonomia administrativa e orçamentária, as atividades de supervisão dos mercados administrados pela B3”²³.

Isso, porque a lei de mercado de capitais dispõe em seu §1º do artigo 8º e parágrafo único do artigo 17 sobre a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros e das entidades de compensação e liquidação, com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

Nesse sentido, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA – representa um dos maiores exemplos de autorregulação privada e voluntária, comemorando este ano 10 anos de existência,²⁴ considerando que sua instituição foi fruto da intenção de criar um mercado forte “com regras claras, que reflitam a realidade das instituições e assegurem a busca constante pelo aprimoramento”²⁵, sem ter sido obrigatória por determinação legal.

Esta última é conhecida por seus códigos de regulação e melhores práticas, os quais estabelecem normas técnicas e éticas que os associados deverão seguir, assim como prevê sanções para o descumprimento de tais procedimentos.²⁶

²¹ FERRAZ, Adriano. O Papel da ANBIMA na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 2, p. 41.

²² PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 2, p. 84.

²³ Conforme site da BSM. Disponível em: <<https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos>>. Acesso em: 16 out. 2019

²⁴ Conforme site da ANBIMA. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-completa-10-anos-de-fortalecimento-do-mercado-de-capitais-8A2AB2916D4C0BF0016DA8574ADD5B91.htm>. Acesso em: 16 out. 2019.

²⁵ Conforme site da ANBIMA. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/entenda-o-compromisso-autorregular.htm>. Acesso em: 16 out. 2019.

²⁶ FERRAZ, Adriano. O Papel da ANBIMA na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 2, p. 52.

Além disso, a ANBIMA possui um programa de certificação continuada, o que permite que os profissionais atuantes em atividade a ela relacionadas, devem estar continuamente atualizados.²⁷

Aqueles que cumprem com as regras da ANBIMA recebem o direito de utilizar o selo ANBIMA, o qual confere comprovação de que todas as normas determinadas por essa associação foram seguidas, dando ao investidor a segurança de que o fundo de investimento respeita as normas técnicas e éticas necessárias.²⁸

Fica claro que o cenário regulamentar dos fundos de investimento busca tornar esse mercado robusto e linear, de forma a assegurar um ambiente de investimento seguro e atrativo aos investidores.

2.4 Agentes de Mercado

Dentre as Instruções expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, está a Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014, a qual dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, conforme indicado no subtópico deste artigo “Regulamentação”, a qual será o foco do nosso estudo.

Considerando o elevado número de Instruções relativas aos fundos estruturados, neste trabalho tratar-se-á apenas da Instrução CVM nº 555, a qual regula os fundos de investimento não estruturados, de forma a manter-se o foco na ulterior análise crítica das mudanças instituídas pela Lei nº 13.874/19.

Referida Instrução define em seu artigo 78 o papel do administrador dos fundos de investimento e define quais atividades são passíveis de delegação para terceiros, através da realização de contratos de prestação de serviços, com a seguinte redação:

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.

Mais especificamente, o §2º do referido artigo trata de quais atividades são passíveis de delegação por meio da contratação de terceiros devidamente habilitados e autorizados, quais

²⁷ FERRAZ, Adriano. O Papel da ANBIMA na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 2, p. 52.

²⁸ FERRAZ, Adriano. O Papel da ANBIMA na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Cap. 2, p. 52-53.

sejam, gestor, consultor, tesoureiro, distribuidor, escriturador, custodiante, classificador de risco e formador de mercado.²⁹

A subcontratação de prestadores de serviço dos fundos de investimento é, em regra, facultativa, o que significa dizer que fica a cargo do administrador, na qualidade de representante do fundo de investimento, a escolha de delegar, ou não, os serviços passíveis de delegação, conforme limitações instituídas pelo referido §2º do artigo 78 da Instrução CVM nº 555, por meio da celebração de contratos de prestação de serviço com terceiros habilitados e autorizados.³⁰

Não obstante, é obrigatória a contratação de serviço de auditoria independente com registro na Comissão de Valores Mobiliários para realização de auditoria das demonstrações contábeis do fundo.³¹

Ainda, caso o administrador não possua o credenciamento ou a autorização necessária para a prestação de serviços de tesoureiro, distribuidor, escriturador ou custodiante, deve obrigatoriamente realizar a contratação desses serviços.³²

2.4.1 Administrador

O administrador de um fundo de investimento é o representante legal do fundo³³, o que significa dizer que realiza a interface com os cotistas, a Comissão de Valores Mobiliários e os prestadores de serviço.

²⁹ 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.

§ 1º Podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e instrução específica.

§ 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 da carteira do fundo;

II – consultoria de investimentos, inclusive aquela de que trata o art. 84;

III – atividades 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.

³⁰ Instrução CVM nº 555, artigo 79, *caput*.

³¹ Instrução CVM nº 555, artigos 65 e 79, *caput*.

³² Instrução CVM nº 555, artigo 79, *caput*.

³³ DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 55.

O artigo 23 da Lei de Mercado de Capitais determina que o exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários.

O §1º do artigo 78 da Instrução CVM nº 555, em consonância com a disposição da Lei de Mercado de Capitais, determina que os administradores de fundos de investimento devem ser, exclusivamente, pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.

Ainda, a Instrução CVM nº 558/15, em vigor desde 4 de janeiro de 2016, regulamenta a atividade de administração de fundos de investimento e traz em seu artigo 1º definição complementar à do *caput* do artigo 78 da Instrução CVM nº 555, já apresentado neste trabalho, sobre o papel do administrador dos fundos de investimento.

Conforme o artigo 1º da Instrução CVM nº 558:

A administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.

O §1º do artigo apresentado acima dispõe sobre as duas categorias de registro de administrador que podem ser requeridas isolada ou conjuntamente, quais sejam registro de administrador fiduciário ou registro de gestor de recursos.

Caso o administrador seja registrado apenas como administrador fiduciário, poderá desempenhar todas as atividades referidas no *caput* do artigo 1º da Instrução CVM nº 558 com exceção da atividade de aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.³⁴

Caso o administrador seja registrado em ambas as categorias, poderá exercer todas as atividades referidas no *caput* do artigo 1º da Instrução CVM nº 558, sem restrições enquanto perdurar seu registro conjunto ou até quando for solicitada a modificação de seu registro³⁵.

Quanto àqueles que podem ser registrados como administradores de fundos de investimento, aqui entendido como administrador no sentido *latu sensu*, a mesma instrução dispõe de rol taxativo, abaixo apresentado:

³⁴ Instrução CVM nº 558, artigo 2º, §2º.

³⁵ Instrução CVM nº 558, artigo 1º, §4º.

I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, observada a regulamentação específica;

II – pessoa jurídica que mantenha, continuamente, valores equivalentes 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 nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com as normas da CVM:

- a) patrimônio líquido; e
- b) disponibilidades, em conjunto com os investimentos em títulos públicos federais;

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

- a) fundos de investimento em participação – FIP;
- b) fundos mútuos de investimento em empresas emergentes – FMIEE;
- c) fundos de investimento em cotas de fundo de investimento em participação FICFIP;
- d) fundos de investimento em participação de infraestrutura – FIP-IE;
- e) fundos de investimento em participações na produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação – FIP-PD&I; e
- f) carteiras administradas.

A exigência de capital mínimo tem como racional a segurança objetivada pela Comissão de Valores Mobiliários de que o administrador do fundo de investimento terá capital suficiente para arcar com eventuais passivos decorrentes de prejuízos causados por erros técnicos ou operacionais em sua atuação e, ainda, é parâmetro de fácil constatação, não havendo necessidade de apuração detalhada de quantidade de recursos humanos, técnicos e financeiros do prestador desse serviço.³⁶

2.4.2 Gestor

O gestor de um fundo de investimento desempenha papel central no funcionamento do instituto, considerando que as decisões de investimento e desinvestimento deverão ser tomadas por ele, em consonância com o disposto no regulamento do fundo e nas instruções da Comissão de Valores Mobiliários.³⁷

O §1º do artigo 23 da Lei de Mercado de Capitais determina que a necessidade de autorização prévia da CVM se aplica também à atividade de gestão profissional de recursos ou valores mobiliários para compra ou venda destes por conta do cotista.

Além disso, a gestão é atividade que pode ser desempenhada apenas por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, sob

³⁶ DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 57.

³⁷ DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 61.

o registro de gestor de recursos, conforme disposto nos incisos do §1º do artigo 1º da Instrução CVM 558³⁸.

Segundo o §3º do artigo 2º da Instrução CVM 558, caso o registro do administrador de carteiras seja somente na categoria de gestor de recursos, este poderá desempenhar as atividades de gestão de recursos em relação às carteiras administradas por ele, desde que cumpra os requisitos³⁹ previstos nos incisos do referido parágrafo.

O §3º do artigo 78 da Instrução CVM nº 555⁴⁰, em consonância com a disposição da Lei de Mercado de Capitais, prevê que os gestores de fundos de investimento desempenham o papel de gestão profissional dos ativos financeiros integrantes do fundo, conforme regulamento aprovado e registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

As atividades de gestão previstas na Instrução CVM 555 podem ser resumidas à tomada de decisões relativas aos ativos financeiros da carteira do fundo, o que significa dizer que o gestor é o responsável por tomar as decisões de investimento e desinvestimento do fundo, tendo poderes para negociar em nome deste, dando as ordens de compra e venda de ativos financeiros e mantendo informado o administrador fiduciário, ou o prestador de serviço para esse fim contratado, das operações negociais realizadas.⁴¹

Para que o desempenho desse agente de mercado seja considerado regular, deve o gestor ater-se às regras de investimento estabelecidas no regulamento do fundo, mais especificamente

³⁸ Art. 1º A administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.

§ 1º O registro de administrador de carteiras de valores mobiliários pode ser requerido em ambas ou em uma das seguintes categorias: I – administrador fiduciário; II – gestor de recursos.

³⁹ Art. 2º A administração de carteiras de valores mobiliários é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM.

§ 3º O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na categoria gestor de recursos poderá exercer as atividades referidas no § 2º em relação às carteiras administradas de que é gestor, desde que cumpra o disposto nos: I – inciso VI do art. 14; II – capítulo VII; e III – item 10.1 do Anexo 15-II

⁴⁰ 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.

§ 3º A gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, tendo poderes para:

I – negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade; e

II – exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.

⁴¹ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 121-122.

na política de investimentos, e nos limites estabelecidos pela própria Comissão de Valores Mobiliários.

Sendo assim, deverá o gestor do fundo atentar-se aos limites de investimento por emissor⁴² e modalidade de ativo⁴³, assim como:

(i) ao percentual máximo de aplicação em ativos financeiros de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas; (ii) ao percentual máximo de aplicação em cotas de fundos de investimento administrados pelo administrador, pelo gestor ou por empresas a ele ligadas; (iii) ao percentual máximo de aplicação em ativos financeiros de emissão de um mesmo emissor; e (iv) ao propósito do fundo em realizar operações em valor superior ao seu patrimônio, com indicação de seus níveis de alavancagem.⁴⁴

É nesse sentido que o gestor pode ser considerado como o “coração” dos fundos de investimento, tão logo a performance destes está vinculada à sua capacidade de compreensão do mercado e consequente tomada de decisões de investimento que sejam capazes de gerar capital para os resultados dos fundos.⁴⁵

2.4.3 Consultores de Mercado

A atuação do gestor de fundos de investimento pode ser auxiliada pelos chamados consultores de mercado, os quais desempenham papel de verdadeiros “gurus” quanto aos ativos e valores mobiliários disponíveis para investimento do fundo e seus possíveis resultados na geração de renda aos investidores.⁴⁶

O §2º do artigo 78 da Instrução CVM 555 prevê a possibilidade de contratação desses prestadores de serviço com atuação, inclusive, em conselhos ou comitês de constituição voluntária por iniciativa do administrador ou gestor dos fundos de investimento.

Quanto a esses agentes de mercado, há discussão sobre a diferença entre os consultores de valores mobiliários e os consultores de ativos, justamente em decorrência de “desalinhamentos” entre disposições desta Instrução.

Os primeiros seriam aqueles abrangidos pelo artigo 27 da Lei do Mercado de Capitais, o qual delega à Comissão de Valores Mobiliários a função de fixar normas para regulamentar o exercício dessa atividade.

⁴² Instrução CVM 555, artigo 102.

⁴³ Instrução CVM 555, artigo 103.

⁴⁴ Instrução CVM 555, artigo 44, parágrafo único.

⁴⁵ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 133.

⁴⁶ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 146.

Estes estariam, portanto, vinculados à necessidade de habilitação junto à CVM para obtenção de autorização para fins de desempenho da atividade de consultoria e análise de valores mobiliários, conforme as disposições da Instrução CVM 592 e, mais especificamente, seu artigo 2º⁴⁷.

Ainda, o artigo 1º da Instrução CVM 592 dispõe que a atividade a ser desempenhada pelos consultores de valores mobiliários é a de “prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente”.

A análise de mercado realizada por esses prestadores de serviço é baseada em seus estudos e *know-how* e busca auxiliar a tomada de decisões de investimento que será feita pelo gestor, de modo a contribuir com o desempenho dos investimentos realizados e com a obtenção de resultados positivos pelo fundo.⁴⁸

Ocorre que a Instrução CVM 555 autoriza também a contratação de consultores de ativos, os quais, por sua vez, seriam consultores não credenciados à CVM e prestariam o serviço de análise de mercado voltado à ativos (tais como companhias fechadas, imóveis, créditos) e não à valores mobiliários.

A discussão gira em torno do fato de que a Instrução CVM 555 utiliza da expressão “consultoria de investimentos” e não “consultoria de valores mobiliários” e, ao mesmo tempo, prevê no inciso II do §2º do artigo 78, como já demonstrado, a possibilidade de contratação de consultoria de investimentos pelos próprios prestadores de serviço, consultorias estas que não estariam abrangidas no conceito de consultor de valores mobiliários.⁴⁹

2.4.4 Tesoureiro e Controlador e Processador de Ativos

Conforme indicado anteriormente, existem certas atividades que, nos casos em que o administrador não possua o credenciamento necessário para desempenhá-las, deve necessariamente contratar prestador de serviço especializado.⁵⁰

⁴⁷ Art. 2º A consultoria de valores mobiliários é atividade privativa de consultores de valores mobiliários registrados na CVM.

⁴⁸ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento**: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 146.

⁴⁹ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento**: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 146.

⁵⁰ Instrução CVM nº 555, artigo 79, *caput*.

Um dos serviços indicados é o de tesouraria, compreendido como a administração das “contas bancárias mantidas pelo fundo, por meio da qual são realizadas aplicações e resgate de cotas, bem como liquidação dos investimentos e, quando for o caso, pagamento de tributos”⁵¹ e cujo desempenho está adstrito às instituições financeiras autorizadas a funcionar e a manter conta-corrente pelo Banco do Central do Brasil – BACEN.

O serviço de controle e processamento de ativos, por sua vez, não é regulado pela Comissão de Valores Mobiliários, tendo sua atuação definida no Código ANBIMA dos Serviços Qualificados.

Segundo referido código, a controladoria é definida por meio das diversas atividades realizadas por esse prestador de serviço, as quais podem ser resumidas ao controle de informações relativas aos ativos, tais como despesas, apuração de valores e registro de movimentações e incidentes.⁵²

2.4.5 Distribuidor

A atividade de distribuição consiste, exatamente, na distribuição das cotas dos fundos de investimento no mercado de capitais por meio de instituições habilitadas, as quais estão previstas no artigo 15 da Lei do Mercado de Capitais⁵³ e em consonância com o disposto no artigo 17 da Instrução CVM 555⁵⁴.

A distribuição é feita por meio da colocação de cotas ao público, de modo a conectar o fundo de investimento com possíveis investidores, e também é definida no Código Anbima de Fundos conforme artigo 35⁵⁵:

Art. 35 - Caracteriza-se como distribuição de fundos de investimento, para os efeitos desse Código, a oferta de cotas de fundos de investimento a investidor ou potencial

⁵¹ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 148.

⁵² <https://www.anbima.com.br/data/files/9B/A6/A3/7B/A082B6105B3F00B678A80AC2/F__ASS.%20JURIDI CA_ANBIMA_Codigos_Codigos%20%20versoes%20 finais_Codigo%20de%20Servicos%20Qualificados_2019 _Codigo_de_Servicos_Qualificados_26_08_19.pdf>. Acesso em: 19 out. 2019.

⁵³ Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado.

⁵⁴ Art. 17. A distribuição de cotas de fundos abertos ou fechados deve ser realizada por instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição.

⁵⁵ Disponível em:

<<https://www.anbima.com.br/data/files/49/E6/2A/13/B600A510C81C5B9569A80AC2/Codigo-de-Fundos-01072016.pdf>>. Acesso em 19 out. 2019

investidor, de forma individual ou coletiva, resultando ou não em captação de recursos para o fundo de investimento.

Ainda, a Instrução CVM 558 permite que os administradores fiduciários e os gestores de carteira, possam distribuir cotas relativas aos fundos que administrem, desde que observem as normas da CVM aplicáveis à atividade de distribuição.

Aqui vale dizer que a Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Instrução 539⁵⁶, estabelece como obrigação dos distribuidores e dos consultores a verificação da compatibilidade de produto ofertado ao perfil do investidor, o chamado *suitability*.

Nessa modalidade de prestação de serviço, há ainda a chamada distribuição indireta, na qual o papel do distribuidor não se limita à intermediação entre o fundo e os investidores. Nesse caso, a distribuição ocorre da seguinte maneira: o agente de distribuição adquire e subscreve as cotas em seu nome e mantém registro complementar interno dos cotistas, os quais recebem um código que é informado ao administrador fiduciário.⁵⁷

Dessa maneira, deve o administrador fiduciário, na hora de realizar a escrituração das cotas, indicar o nome do distribuidor e o código do cotista.

Nessa modalidade, considerando que o administrador fiduciário não tem conhecimento de quem é o cotista indireto, as funções de cadastramento, identificação, fornecimento de informações, comunicação com os cotistas, recolhimento de tributos entre outras, fica a cargo do distribuidor.⁵⁸

2.4.6 Escriturador

A atividade de escrituração é regulamentada pela Instrução CVM 543 e é mais uma atividade que nos casos em que o administrador não possua o credenciamento necessário para desempenhá-la, deve necessariamente contratar prestador de serviço especializado.⁵⁹

Essa atividade pode ser desempenhada por instituições financeiras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários.⁶⁰

⁵⁶ Art. 1º As pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente.

⁵⁷ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 139.

⁵⁸ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 139.

⁵⁹ Instrução CVM nº 555, artigo 79, *caput*.

⁶⁰ Artigo 34º, §2º da Lei das Sociedades Anônimas.

Em suma, a escrituração é a atividade de registro e controle sobre a titularidade das cotas do fundo de investimento, conforme definido nos incisos do parágrafo 1º do artigo 1º da Instrução CVM 543:

- I –a abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de livros de registro, conforme previsto na regulamentação em vigor;
- II –o registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários;
- III –o tratamento das instruções de movimentação recebidas do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato;
- IV –a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; e
- V –o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários.

2.4.7 Custodiante

A custódia é atividade prevista na Lei do Mercado de Capitais em seu artigo 24, o qual delega à Comissão de Valores Mobiliários a autorização “[d]a atividade de custódia de valores mobiliários, cujo exercício será privativo das instituições financeiras, entidades de compensação e das entidades autorizadas, na forma da lei, a prestar serviços de depósito centralizado”⁶¹ e define a custódia de valores mobiliários como

o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reaplicar as importâncias recebidas.⁶²

Há ainda definição dessa atividade no Código ANBIMA de Serviços Qualificados, que dispõe nos incisos do *caput* do seu artigo 23 que o serviço de custódia compreende não só a guarda do lastro do direito do fundo, como também a liquidação física e financeira dos ativos adquiridos.⁶³

Art. 23. A Custódia para investidores compreende:

- I. A liquidação física e financeira de ativos financeiros a pagar ou receber, incluindo a liquidação financeira de contratos derivativos;
- II. A guarda dos ativos financeiros (incluindo conservação, controle e conciliação de posições de ativos detidos em contas de Custódia);

⁶¹ Artigo 24 da Lei do Mercado de Capitais.

⁶² Artigo 24, §1º da Lei do Mercado de Capitais.

⁶³ PAVIA, Eduardo Chrez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. Cap. 3, p. 134.

- III. O tratamento das instruções de movimentação e a administração e informação de eventos associados a esses ativos; e
- IV. O pagamento das taxas relativas às Atividades prestadas, tais como, mas não limitadas a, taxa de movimentação e registro dos depositários e câmaras e sistemas de liquidação.

Os parágrafos primeiro⁶⁴ e segundo⁶⁵ do artigo 23, por sua vez, definem quais são as atividades compreendidas pela liquidação de ativos e qual seu procedimento, enquanto o parágrafo terceiro define as atividades compreendidas pela guarda⁶⁶.

2.4.8 Classificador de Risco e Formador de Mercado

A atividade de classificação de risco é definida no artigo 1º, inciso II, da Instrução CVM 521 como a atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários.

Sendo assim, o administrador do fundo de investimento pode optar por contratar esse serviço com uma agência de classificação de risco de crédito, a qual deve, necessariamente, ser uma pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente esta atividade.

O formador de mercado, por sua vez, tem sua atividade regulamentada pela Instrução CVM 384, a qual define os serviços prestador por esse agente de mercado em seus artigos 2º e 7º como uma atividade prestada por pessoas jurídicas, devidamente cadastradas nas Bolsas de Valores ou nas entidades de balcão organizado, as quais realizam operações destinadas a fomentar a liquidez de valores mobiliários com registro para negociação.

Com relação a essa atividade, são vetados de a desempenharem os administradores, gestores ou partes relacionadas a eles, por expressa proibição legal prevista no artigo 79, §7º, inciso II da Instrução CVM 555.

Aqui vale ainda ressaltar que no caso dos fundos abertos, considerando a vedação à transferência de cotas, exceto em caso de decisão judicial, execução de garantia ou sucessão

⁶⁴ Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/9B/A6/A3/7B/A082B6105B3F00B678A80AC2/F___ASS.%20JURIDICA_ANBIMA_Codigos_Codigos%20%20versoes%20 finais_Codigo%20de%20Servicos%20Qualificados_2019_Codigo_de_Servicos_Qualificados_26_08_19.pdf>. Acesso em: 19 out. 2019.

⁶⁵ Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/9B/A6/A3/7B/A082B6105B3F00B678A80AC2/F___ASS.%20JURIDICA_ANBIMA_Codigos_Codigos%20%20versoes%20 finais_Codigo%20de%20Servicos%20Qualificados_2019_Codigo_de_Servicos_Qualificados_26_08_19.pdf>. Acesso em: 19 out. 2019.

⁶⁶ Disponível em:

<https://www.anbima.com.br/data/files/9B/A6/A3/7B/A082B6105B3F00B678A80AC2/F___ASS.%20JURIDICA_ANBIMA_Codigos_Codigos%20%20versoes%20 finais_Codigo%20de%20Servicos%20Qualificados_2019_Codigo_de_Servicos_Qualificados_26_08_19.pdf>. Acesso em: 19 out. 2019.

universal, não é possível a contratação desse serviço, estando limitada aos fundos de investimento fechados.⁶⁷

3. O REGIME DE RESPONSABILIDADE CIVIL DOS PRESTADORES DE SERVIÇO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

3.1 Código Civil Brasileiro de 2002

Para iniciar a discussão sobre o regime de responsabilidade civil atribuído aos administradores e gestores dos fundos de investimento, assim como aos demais prestadores de serviço dos fundos, deve-se partir do estudo da responsabilidade civil prevista no Código Civil.

O Código Civil prevê essencialmente dois regimes de responsabilidade, o objetivo e o subjetivo. A diferença entre um e outro reside na necessidade, ou não, de comprovação do elemento subjetivo na conduta praticada, da qual decorreu prejuízo ou violação ao direito de outrem.

O artigo 927 do Código Civil prevê que aquele que pratica ato ilícito, compreendido como os atos praticados por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, com o resultado de violação à direito e dano a outrem, ainda que exclusivamente moral⁶⁸, ou os atos praticados como abuso de poder – ou seja, quando se excede manifestamente os limites impostos pelo fim econômico ou social do ato, pela boa-fé ou pelos bons costumes⁶⁹ – tem o dever de reparação do dano causado.

O parágrafo único no artigo 927 do Código Civil traz a responsabilidade civil em seu aspecto objetivo, determinando que “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”.

Nesse caso, portanto, não há necessidade de comprovação do elemento subjetivo para a caracterização do dever de indenizar aquele prejudicado, basta a demonstração do prejuízo, fundado no risco.

3.1.1 Responsabilidade civil subjetiva

⁶⁷ Instrução CVM 555, artigo 13.

⁶⁸ Artigo 186 do Código Civil.

⁶⁹ Artigo 187 do Código Civil.

Conforme mencionado anteriormente, a responsabilidade civil objetiva é aquela em que há exigência de comprovação do elemento subjetivo na conduta praticada que deu origem ao dano.

Os elementos subjetivos abarcados pelo Código Civil são a culpa em sentido *estritu* e o dolo. Quanto a diferenciação entre as duas modalidades de culpa, Carlos Roberto Gonçalves ensina que:

Tanto no dolo como na culpa há conduta voluntária do agente, só que no primeiro caso a conduta já nasce ilícita, porquanto a vontade se dirige à concretização de um resultado antijurídico – o dolo abrange a conduta e o efeito lesivo dele resultante –, enquanto no segundo a conduta nasce lícita, tornando-se ilícita na medida em que se desvia dos padrões socialmente adequados.⁷⁰

Transpondo a lição de Carlos Roberto Gonçalves ao caso dos prestadores de serviço dos fundos de investimento, o desvio mencionado por ele deve ser entendido como o desvio das obrigações previstas nas instruções da Comissão de Valores Mobiliários, as quais trazem padrões de conduta que devem ser seguidos por cada prestador de serviço, dependendo da atividade desempenhada.

Ainda, a culpa, aqui adotada em seu sentido *latu*, ou seja, tanto a culpa em sentido *estritu* quanto o dolo, pode ser classificada de acordo com a natureza do dever violado. Nesse sentido, a culpa pode ser contratual ou extracontratual⁷¹.

A culpa contratual é aquela em que há violação de dever fundado em uma relação jurídica obrigacional preexistente. Nesse caso, aquele que praticou a conduta ilícita responde por perdas e danos, nos termos do art. 389 do Código Civil.⁷²

⁷⁰ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro volume 4**: responsabilidade civil. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 4 v., título II Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547229283/cfi/325!/4/4@0.00:35.1>>. Acesso em: 19 out. 2019.

⁷¹ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro volume 4**: responsabilidade civil. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 4 v., título II, p. 330. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547229283/cfi/325!/4/4@0.00:35.1>>. Acesso em: 19 out. 2019.

⁷² GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro volume 4**: responsabilidade civil. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 4 v., título II, p. 330. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547229283/cfi/325!/4/4@0.00:35.1>>. Acesso em: 19 out. 2019.

A culpa extracontratual, por sua vez, é aquela em que o dever violado é genérico, imposto no artigo 186 do Código Civil. Nesse caso, faz-se imperiosa a prova da conduta culposa, ao menos que seja hipótese de responsabilidade objetiva⁷³.

Novamente, no caso específico dos prestadores de serviço dos fundos de investimento, conforme já mencionado anteriormente nesse capítulo, a culpa envolvida para fins de responsabilidade civil é a culpa extracontratual, isso porque as violações são diretamente ligadas ao descumprimento dos deveres instituídos pela Comissão de Valores Mobiliários em suas Instruções.

Sob outro ângulo de análise, a culpa ainda pode ser classificada conforme sua espécie, são elas: culpa *in eligendo*, culpa *in vigilando* e culpa *in committendo*.

A culpa *in eligendo* é aquela que decorre da má escolha do representante ou preposto, o qual ao agir de forma desqualificada e diferente da esperada, acaba por violar deveres e causar prejuízos. O racional está vinculado ao fato de que quem elegeu esse terceiro para o desempenho da atividade, deveria ter avaliado de forma mais precisa e criteriosa as qualidades de quem elegeu.⁷⁴

A culpa *in vigilando* é aquela que decorre da ausência de fiscalização sobre pessoa que se encontra sob a responsabilidade ou guarda do agente, isso porque a delegação da atividade, apesar de transferir diretamente para terceiro os deveres relacionados a ela, não tem o condão de livrar aquele que realizou a delegação de seu dever indireto de fiscalizar a atividade desempenhada.⁷⁵

Por último, a culpa *in committendo* é aquela que decorre da falta de cuidados na guarda de algum animal ou objeto, menos importante para o contexto desse trabalho.⁷⁶

3.1.2 Responsabilidade Civil Objetiva

⁷³ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro volume 4: responsabilidade civil**. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 4 v., título II, p. 330. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547229283/cfi/325!/4/4@0.00:35.1>>. Acesso em: 19 out. 2019.

⁷⁴ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro volume 4: responsabilidade civil**. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 4 v., título II, p. 331. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547229283/cfi/325!/4/4@0.00:35.1>>. Acesso em: 19 out. 2019.

⁷⁵ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro volume 4: responsabilidade civil**. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 4 v., título II, p. 331. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547229283/cfi/325!/4/4@0.00:35.1>>. Acesso em: 19 out. 2019.

⁷⁶ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro volume 4: responsabilidade civil**. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 4 v., título II, p. 331. Disponível em: <<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547229283/cfi/325!/4/4@0.00:35.1>>. Acesso em: 19 out. 2019.

A teoria da responsabilidade civil objetiva tem em uma de suas justificativas a teoria do risco. Segundo Carlos Roberto Golçalves, a responsabilidade civil objetiva é aquela

que independe de culpa. Esta pode ou não existir, mas será sempre irrelevante para a configuração do dever de indenizar. Indispensável será a relação de causalidade entre a ação e o dano, uma vez que, mesmo no caso de responsabilidade objetiva, não se pode acusar quem não tenha dado causa ao evento. Nessa classificação, os casos de culpa presumida são considerados hipóteses de responsabilidade subjetiva, pois se fundam ainda na culpa, mesmo que presumida.

O parágrafo primeiro do artigo 927 do Código Civil prevê a aplicação da responsabilidade objetiva quando prevista em lei ou quando a atividade desempenhada naturalmente envolva risco para o direito de outrem.

Segundo a teoria do risco, os prejuízos decorrentes de atividades que naturalmente envolvam risco devem ser indenizados, independente de culpa do agente. Em suma, há a defesa da tese de que aquele que expõe outro a risco, deve suportar os prejuízos causados.

3.1.3 Teoria Aplicável

Em um primeiro momento, considerando a omissão do legislador quanto à mais profundos esclarecimentos sobre a teoria de responsabilidade civil aplicável aos prestadores de serviço dos fundos de investimento, poderia-se entender pela aplicação da teoria objetiva, considerando que há um risco inerente às atividades que envolvem o mercado de capitais.⁷⁷

Vale dizer aqui que a responsabilidade civil objetiva tem como gênese a simples contraprestação do dano causado à vítima, enquanto a teoria subjetiva tem como principais objetivos tanto a contraprestação à vítima, quando a educação do agente causador.

As Instruções CVM na verdade impõem deveres aos prestadores de serviço e a responsabilidade civil está diretamente vinculada à violação, com culpa ou dolo, das disposições dessas regulamentações.

Extrai-se da lógica da regulamentação dos fundos de investimento que os administradores e gestores, e conseqüentemente os demais prestadores de serviço, não podem ser responsabilizados simplesmente pela ocorrência de prejuízos aos investidores, ou seja, se

⁷⁷ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. P. 140-141.

agirem de acordo com as normas de conduta aplicáveis, não podem ser responsabilizados por agirem corretamente.⁷⁸

Assim, quanto a primeira parte do parágrafo único do artigo 927 do Código Civil, a qual dispõe sobre a previsão de aplicação da teoria objetiva por meio de expressa disposição legal, fica clara sua inaplicabilidade no caso dos fundos de investimento, uma vez que as Instruções da CVM que os regulam não prevêem disposições sobre responsabilidade objetiva.⁷⁹

Quanto ao risco inerente às atividades relacionadas ao mercado financeiro e de capitais, Eduardo Montenegro Dotta, professor de Direito no Insper, ensina que “a defesa da tese que inclina à responsabilidade objetiva dos negócios dos fundos de investimento está associada à falta de cultura de investimento da mpssa sociedade [...]”⁸⁰.

Nesse sentido, criou-se no cenário de investimento brasileiro a sensação de que existiram, em algum nível, investimentos seguros, sem riscos e com rendimentos fixos, principalmente em razão das aplicações financeiras mais conservadoras, que criaram na sociedade a noção de que os recursos aplicados sempre terão rentabilidade positiva.⁸¹

Os investidores, iludidos pelo entendimento coletivo de investimentos 100% seguros, ingressavam no mercado de capitais sem real noção dos riscos corridos e da sistemática de formação do valor das cotas.

Isso porque antes da Instrução CVM 305, o valor das cotas dos fundos de investimento era calculado por meio da chamada “curva de papel”, a qual considerava o valor de compra do título, acrescido diariamente pelos juros proporcionalmente ao tempo decorrente da emissão do título.⁸²

Mensurar o valor da cota pela “curva de papel” gerava a sensação de que o valor da cota estava sempre positivo, uma vez que o saldo não refletia perdas decorrentes das oscilações de mercado, desde que ele não fosse vendido.⁸³

⁷⁸ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. p.142.

⁷⁹ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. p.141.

⁸⁰ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. p.141.

⁸¹ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. p.143.

⁸² DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. p.144.

⁸³ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. p.144.

Com a pretensão de refletir a realidade do valor das cotas dos fundos de investimento, a partir da Instrução CVM 305 o valor passou a ser calculado por meio da “marcação de mercado”.

Essa nova modalidade de cálculo passou a levar em conta o valor de mercado do título, ou seja, refletia no valor do título a média de negócios realizados diariamente, o que fazia com que o valor da cota subisse ou caísse a depender do movimento dos juros.⁸⁴

Eduardo Montenegro Dotta explica que essa mudança na forma de cálculo causou a impressão nos investidores de que essas oscilações no valor das cotas eram decorrentes da má administração dos recursos aplicados nos fundos.⁸⁵

Isso somente demonstrou tamanho desconhecimento por parte dos investidores brasileiros, que não consideravam que as cotas dos fundos de investimento sofreriam oscilações em razão do próprio movimento do mercado e demandavam resultados a todo momento.

Foi nesse cenário que os prestadores de serviço passaram a adotar medidas para o aprimoramento do desempenho de suas atividades, de forma a prestar maiores esclarecimentos aos investidores, objetivando transparência informacional sobre as movimentações e investimentos realizados com os recursos dos fundos e sobre o valor das cotas.

Aqui vale uma lição de extrema relevância sobre a relação contratual entre os prestadores de serviço dos fundos de investimento e os cotistas: esta é uma obrigação de meio e não de resultado, o que significa dizer que, uma vez que as atividades por eles desempenhadas estejam em consonância com as obrigações determinadas nas instruções da Comissão de Valores Mobiliários, não há obrigação de alcançar determinado resultado.

Sendo assim, sobre a teoria do risco, há que se esclarecer que o risco envolvido na prestação de serviços aos fundos de investimento não é manipulável, ou seja, não há como controlá-lo, na medida em que é intrinsecamente ligado às condições de mercado e suas oscilações.

Seria no mínimo antiético por parte dos investidores exigirem dos administradores, gestores e demais prestadores de serviço que respondam por eventuais perdas decorrentes de fatores completamente alheios ao comportamento destes.

Quando da decisão de investir, o investidor tem à sua disposição, ou ao menos deveria ter, todas as informações necessárias para avaliar os riscos e optar, ou não, pela compra da cota

⁸⁴ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. p.144.

⁸⁵ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018. p.145.

do fundo. Sendo assim, transferir aos prestadores de serviço uma responsabilidade pelo resultado a ser auferido pelo fundo e, conseqüentemente, por seus cotistas, é ignorar o mercado em que os fundos estão inseridos.

3.2 Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014

Em complemento às disposições do Código Civil, a Instrução CVM 555 prevê no parágrafo 2º do seu artigo 79⁸⁶ que nos contratos firmados entre o administrador dos fundos de investimento para contratação dos serviços de (i) gestão, (ii) tesouraria, controle e processamento de ativos financeiros e (iii) escrituração, devem necessariamente conter cláusula de obrigação solidária entre ele e os referidos prestadores de serviço.

Ainda, os parágrafos 3º e 4º do mesmo artigo fazem ressalvas quanto às responsabilidades do administrador e dos prestadores de serviço frente a prejuízos decorrentes de atos e omissões a que derem causa, conforme demonstrado abaixo:

§3º Independente da responsabilidade solidária a que se refere o § 2º, o administrador responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.

§4º Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares aplicáveis.

Sendo assim, caso fosse ajuizada ação de responsabilidade civil por prejuízos causados aos investidores de determinado fundo de investimento contra o gestor, tesoureiro, controlador, processador de ativos financeiros ou escriturador, responderia também de forma solidária o administrador desse fundo, por expressa determinação contratual.

Com relação a essa solidariedade, instaurou-se discussão sobre sua legalidade frente à disposição do Código Civil, que em seu artigo 265 determina que “a solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes”.

⁸⁶ Art. 79. A contratação de terceiros devidamente habilitados ou autorizados para a prestação dos serviços de administração, conforme mencionado no art. 78, é faculdade do fundo, sendo obrigatória a contratação dos serviços de auditoria independente referido no art. 65e, quando não estiver o administrador devidamente autorizado ou credenciado para a sua prestação, os serviços previstos nos incisos III, IV, V e VI do §2º do art. 78.

§ 2º Os contratos firmados na forma do § 1º, referentes aos serviços prestados nos incisos I, III e V do § 2º do art. 78, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.

Considerando que a Comissão de Valores Mobiliários expediu Instruções regulamentares e não edita leis, entendia-se que a obrigação prevista no mencionado §2º do artigo 79 da Instrução CVM 555 tratava-se de determinação ilegal.

A solução para essa controvérsia foi a justificativa de que, apesar de determinada pela CVM, a obrigação solidária estaria inserida no contexto de um contrato, portanto, resultaria diretamente da vontade das partes.⁸⁷

Sendo assim, a responsabilidade civil do administrador no caso específico da responsabilidade solidária aos prestadores de serviço de **(i)** gestão, **(ii)** tesouraria, controle e processamento de ativos financeiros e **(iii)** escrituração, é excepcionalmente objetiva, uma vez que a prova da culpa será direcionada ao prestador de serviço e a responsabilidade será solidária ao administrador.

3.3 Aplicação do Código de Defesa do Consumidor

Apenas para contextualizar a análise que será feita no próximo capítulo, vale passar rapidamente pela aplicação do código de defesa do consumidor à relação entre os cotistas, o administrador e as cotas.

A aplicação do CDC é controversa, sendo objeto de discussões no âmbito doutrinário e jurisprudencial, mas caso seja considerada possível, deve-se ter em mente que alguns institutos passam a valer e afetam o regime de responsabilidade dos prestadores de serviço.

No caso de aplicação do CDC, considera-se o administrador/gestor como fornecedor, nos termos do artigo 3º, *caput*, do CDC; o investidor como “consumidor”, nos termos do artigo 2º, *caput*, do CDC; e as cotas dos fundos como “produtos”, nos termos do artigo 3º, §1º do CDC e a prestação de serviços pelo administrador/gestor como “serviço”, nos termos do artigo 3º, §2º, do CDC.⁸⁸

Aplicável assim, algumas particularidades do referido código, como: **(i)** regime de responsabilidade objetiva; **(ii)** inversão do ônus da prova; **(iii)** responsabilidade solidária entre administradores e terceiros contratados; e **(iv)** efeitos do que poderia ser considerado má gestão.⁸⁹

⁸⁷ DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 88.

⁸⁸ DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 92.

⁸⁹ DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 92.

A aplicação do Código de Defesa do Consumidor está intimamente atrelada à vulnerabilidade do investidor, ou seja, aplicar-se-á o CDC quando a relação for entre um investidor de varejo, ou seja, aquele que apresenta vulnerabilidade técnica, jurídica, socioeconômica e informacional.

Essa proteção é conferida justamente para os fundos voltados à poupança popular, em que os investidores não são profissionais especializados no mercado de investimento, mas sim cidadãos que possuem restrito conhecimento e técnica.

3.4 Lei nº 13.874 de 20 de setembro de 2019

Sancionada no dia 20 de setembro de 2019, a Lei nº 13.874, resultado da conversão da Medida Provisória nº 881/19 aprovada pelo Congresso Nacional, deve ser considerada um marco na regulamentação dos fundos de investimento no Brasil.

Superando as discussões relativas à sua rápida tramitação e às críticas envolvendo sua real necessidade, a Lei nº 13.874, também conhecida como Lei da Liberdade Econômica, tem papel importante na alteração do regime de responsabilidade dos prestadores de serviço dos fundos de investimento.

O objetivo da lei é estabelecer princípios e alterações legislativas destinadas a conferir segurança no cenário de investimento no Brasil, desburocratizando procedimentos e atendendo às reivindicações dos agentes de mercado, de modo a fomentar a indústria de investimentos e o desenvolvimento econômico do país.

Exclusivamente no que diz respeito ao regime de responsabilidade dos prestadores de serviço dos fundos de investimento, a Lei da Liberdade Econômica institui no Código Civil o artigo 1.368-D, o qual prevê em seu inciso II, a possibilidade de previsão no regulamento do fundo de “limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade”.

O §2º do referido artigo dispõe que “a avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços”.

Ainda, o §1º dispõe sobre a transição a ser realizada caso os fundos optem pelo aditamento do seu regulamento para prever a limitação da responsabilidade, determinando que “a adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento”.

De pronto se nota que a disposição do §2º do artigo 79 da Instrução CVM 555 deverá ser reformulada, considerando que agora o Código Civil prevê, no inciso II do artigo 1.368-D, a possibilidade do fundo de investimento optar pela limitação de responsabilidade de cada prestador de serviço aos seus deveres particulares, desde que previsto no seu regulamento.

Levando em conta a discussão mencionada no capítulo 1.2 deste trabalho, delegou-se à Comissão de Valores Mobiliários, no §2º do artigo 1.368-C insituído no Código Civil, a função de disciplinar a questão envolvendo a referida alteração na responsabilidade dos prestadores de serviços.

O artigo 1.368-E do Código Civil, também instituído pela Lei da Liberdade Econômica, dispõe que “os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé”.

Do ponto de vista crítico, a Lei da Liberdade Econômica reforça o regime de responsabilidade civil subjetiva de todos os prestadores de serviço dos fundos de investimento ao limitar a responsabilidade de cada um deles às atividades por eles desempenhadas e ao determinar que a responsabilidade deve ser apurada levando em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados e reforçando que a natureza da obrigação dos prestadores de serviço é de meio e não de resultado.

Aqui vale dizer que a responsabilidade no âmbito administrativo da Comissão de Valores Mobiliários sempre foi limitada às atividades de cada um dos prestadores de serviço, ou seja, nunca houve solidariedade para fins administrativos.

4. APONTAMENTOS PRÁTICOS RELATIVOS ÀS MUDANÇAS INSTITUÍDAS PELA LEI 13.874/19

Por fim, nesse capítulo analisaremos de forma crítica as questões práticas a serem enfrentadas em razão das mudanças no regime de responsabilidade civil dos prestadores de serviço insituídas pela Lei da Liberdade Econômica.

A definição da extensão da aplicação da nova lei é questão determinante, principalmente considerando a ausência de melhores esclarecimentos sobre quais seriam os prestadores de serviço referidos na Lei, levantando questionamento sobre a real desvinculação do disposto no §2º do artigo 79 da Instrução CVM 555.

Ademais, por opção do legislador não é abordada na Lei a questão referente à aplicação do Código de Defesa do Consumidor.

Em razão dos questionamentos detalhados acima, deverá a Comissão de Valores Mobiliários, em cumprimento à função delegada a ela pelo poder legislativo no §2º do artigo 1.368-C do Código Civil, interpretar os dispositivos inseridos no Código Civil relativos aos fundos de investimento e detalhar de forma técnica e precisa os objetivos e os limites às disposições ali expressas, de forma a unir o objetivo do legislador à realidade prática do dia-a-dia da dinâmica de funcionamentos dos fundos.

Com a possibilidade de limitação da responsabilidade dos prestadores de serviço, excluindo-se a solidariedade entre eles, caberá à Comissão de Valores Mobiliários tomar a frente e demonstrar aos agentes de mercado e à sociedade como deverá ser a sua atuação como órgão regulador do mercado de capitais e a atuação dos agentes de mercado em si.

Nesse sentido, se antes a delegação da função de *gatekeeper*⁹⁰ aos administradores bastava para fins de análise do prestador contratado e fiscalização da atividade desempenhada, agora com as mudanças no regime de responsabilidade dos prestadores de serviço e a limitação da responsabilidade de cada um deles às atividades desempenhadas individualmente, deverá a Comissão de Valores Mobiliários adaptar-se a esse novo modelo de funcionamento da dinâmica dos fundos de investimento.

O questionamento que surge é qual será a posição da Comissão de Valores Mobiliários frente a essa mudança no papel de *gatekeeper* dos administradores de fundos de investimento e como a entidade autárquica em regime especial lidará com o contingente originado pela necessidade de fiscalização dos prestadores de serviço pelo próprio órgão regulador que surgirá daqui em diante.

Muito provavelmente haverá a transposição de conceitos e entendimentos aplicáveis aos processos administrativos para a esfera civil, considerando a necessidade que se criará de diferenciação entre os deveres de fiscalização e diligência, de modo a definir objetivamente as obrigações decorrentes do desempenho de cada atividade no fundo de investimento.

Com relação ao mercado, espera-se que o serviço de administração seja também prestado por instituições estrangeiras autorizadas, considerando que atualmente há uma concentração de prestação de serviço de administração nas instituições financeiras de grande

⁹⁰ *Gatekeeper*, conceito importado do direito estadunidense, tem sua aplicação ao papel desempenhado pelo administrador dos fundos de investimento em razão do seu dever de análise prévia à contratação e à contínua fiscalização dos serviços contratados. O reflexo desse papel desempenhado pelos administradores é justamente a aplicação da culpa *in eligendo*, culpa *in vigilando* no momento de análise da conduta praticada por esse prestador de serviço frente aos demais prestadores de serviço por ele contratados.

porte brasileiras⁹¹, devido, principalmente, ao passivo que era gerado com os processos judiciais envolvendo responsabilidade solidária.

Nota-se, portanto, que as mudanças instituídas pela Lei da Liberdade Econômica ainda que bem-vindas, devem ser tratadas com a diligência necessária para que a adaptação do mercado, aqui compreendido pelos prestadores de serviço e os investidores dos fundos, seja realizada da melhor maneira possível, de sorte que o objetivo de fomento aos investimentos com a efetiva garantia de segurança jurídica à atividade econômica exercida pelos particulares seja atingido.

5. CONCLUSÃO

Os fundos de investimento representam verdadeiro veículo de fomento à economia brasileira, sendo área propícia para o desenvolvimento de estudos e análises considerando que as bibliografias disponíveis ainda são poucas.

Não é atoa que a Lei da Liberdade Econômica surge com a intenção de fomentar o mercado de investimento em fundos, visando romper com determinados preceitos de desconfiança dos investidores com os prestadores de serviço.

O grande desafio quanto aos fundos reside justamente na mudança de cultura e na necessidade de criação de regulamentação adequada para os moldes do mercado brasileiro.

A Lei 13.874/19, ainda que tenha justificativas louváveis, representa um modelo normativo impreciso, o qual necessita ser polido e melhor interpretado pela Comissão de Valores Mobiliários de forma que possa se adaptar a realidade do dia-a-dia dos fundos de investimento e atingir o objetivo de fomento ao mercado de investimentos e, conseqüentemente, aquecimento da economia brasileira.

A Comissão de Valores Mobiliários, juntamente com os órgãos de autorregulação, desempenham papel fundamental para a evolução normativa dos fundos de investimento, considerando o conhecimento técnico e ético profissional que dispõem.

As mudanças no regime de responsabilidade civil dos prestadores de serviço dos fundos de investimento precisarão ser analisadas e implementadas de forma diligente, pois sua implementação adequada tem o condão de realizar verdadeira e importante mudança no cenário contencioso brasileiro relacionado aos fundos de investimento.

⁹¹ Ranking de Administradores de Fundos de Investimento da ANBIMA. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/administradores.htm> Acesso em: 20 de out. de 2019.

Aguarda-se, portanto, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários e as mudanças que serão vivenciadas por aqueles que participam do mercado de fundos de investimento, com a esperança de essas mudanças no cenário regulamentar sejam o pontapé para demais mudanças objetivando o desenvolvimento desse mercado promissor da economia brasileira.

6. REFERÊNCIAS

ANBIMA. ANBIMA completa 10 anos de fortalecimento do mercado de capitais. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/anbima-completa-10-anos-de-fortalecimento-do-mercado-de-capitais-8A2AB2916D4C0BF0016DA8574ADD5B91.htm. Acesso em 16 de outubro de 2019.

ANBIMA. Código de Fundos. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/49/E6/2A/13/B600A510C81C5B9569A80AC2/Codigo-de-Fundos-01072016.pdf>. Acesso em 19 de outubro de 2019.

ANBIMA. Código de Serviços Qualificados. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9B/A6/A3/7B/A082B6105B3F00B678A80AC2/F__ASS.%20JURIDICA_ANBIMA_Codigos_Codigos%20%20versoes%20finais_Codigo%20de%20Servicos%20Qualificados_2019_Codigo_de_Servicos_Qualificados_26_08_19.pdf. Acesso em 19 de outubro de 2019.

ANBIMA. Entenda o compromisso autorregular. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/entenda-o-compromisso-autorregular.htm. Acesso em 16 de outubro de 2019.

ANBIMA. Ranking de Administradores de Fundos de Investimento. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/administradores.htm. Acesso em 20 de outubro de 2019.

ANBIMA. Indústria de fundos encerra o mês com captação de R\$ 4,5 bilhões. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-de-fundos-encerra-o-mes-com-captacao-de-r-4-5-bilhoes-8A2AB2916D03F1C6016D070342217D30.htm. Acesso em 19 de outubro de 2019.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília: Casa Civil, 1988.
BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 539, de 13 de novembro de 2013. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 543, de 20 de dezembro de 2013. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2013.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 555, de 07 de outubro de 2010. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2010.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 558, de 26 de março de 2015. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2015.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 592, de 17 de novembro de 2017. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1979. Brasília: Casa Civil, 1979.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Brasília: Casa Civil, 1976.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Brasília: Casa Civil, 2002.

BRASIL. Lei nº 13.487, de 20 de setembro de 2019. Brasília: Casa Civil, 2019.

BSM. Quem somos. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/quem-somos>. Acesso em 16 de outubro de 2019.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CVM. Fundos de Investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/sobre.html>. Acesso em 15 de outubro de 2019.

DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina Brasil, 2018.

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

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FERRAZ, Adriano. O Papel da ANBIMA na Autorregulação dos Fundos de Investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro volume 4: responsabilidade civil**. 13. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. 4 v., título II, p. 331. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547229283/cfi/325!/4/4@0.00:35.1>. Acesso em: 19 out. 2019.

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

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: Volume IV, Direitos Reais**. Revista e Atualizada por Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. 19ª ed. p. 175. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: Parte Geral**. 18. ed. São Paulo: Atlas, 2018. 1º v. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597014594/cfi/6/18!/4/658/2@0:100>. Acesso em: 15 out. 2019.