

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

JOÃO PEDRO MONTEIRO BITELLI

EFETIVIDADE DA PROTEÇÃO DOS COTISTAS DE FUNDOS DE
INVESTIMENTOS: A COMPLEXIDADE DOS FUNDOS E O SEU VÍNCULO EM
FACE DE PRESTADORES DE SERVIÇOS NO MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS BRASILEIRO

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Regina Vera
Villas Bôas

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

SÃO PAULO
2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

JOÃO PEDRO MONTEIRO BITELLI

EFETIVIDADE DA PROTEÇÃO DOS COTISTAS DE FUNDOS DE
INVESTIMENTOS: A COMPLEXIDADE DOS FUNDOS E O SEU VÍNCULO EM
FACE DE PRESTADORES DE SERVIÇOS NO MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS BRASILEIRO

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado à Coordenação do Núcleo
de Monografia Jurídica da Faculdade de
Direito da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, como requisito
parcial à obtenção do título de Bacharel
em Direito.

Área de Orientação: Direito Civil

Orientador: Prof.^a Dr.^a Regina Vera
Villas Bôas

SÃO PAULO

2022

JOÃO PEDRO MONTEIRO BITELLI

**EFETIVIDADE DA PROTEÇÃO DOS COTISTAS DE FUNDOS DE
INVESTIMENTOS: A COMPLEXIDADE DOS FUNDOS E O SEU VÍNCULO EM
FACE DE PRESTADORES DE SERVIÇOS NO MERCADO DE VALORES
MOBILIÁRIOS BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso (TCC)
apresentado à Coordenação do Núcleo
de Monografia Jurídica da Faculdade de
Direito da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, como requisito
parcial à obtenção do título de Bacharel
em Direito.

Orientador: Prof.^a Dr.^a Regina Vera Villas Bôas

Nota atribuída à Monografia Final (TCC): _____

Assinatura: _____

SÃO PAULO

2022

Sistemas de Bibliotecas da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo -
Ficha Catalográfica com dados fornecidos pelo autor

Bitelli, João Pedro Monteiro

Efetividade da proteção dos cotistas de fundos de investimentos: a complexidade dos fundos e o seu vínculo em face de prestadores de serviços no mercado de valores mobiliários brasileiro / João Pedro Monteiro Bitelli. -- São Paulo: [s.n.], 2022.
92p. ; 0,75 cm.

Orientador: Regina Vera Villas Bôas.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) --
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo,
Graduação em Direito, 2022.

1. contratos. 2. responsabilidade civil. 3. fundos de investimento. 4. prestação de serviços. I. Villas Bôas, Regina Vera . II. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Trabalho de Conclusão de Curso para Graduação em Direito. III. Título.

CDD

DEDICATÓRIA

A meus avós,
Jeanette Fernandes Monteiro e José Monteiro (*in memoriam*)
Maria Lúcia Sant'Anna Bitelli e Alberto Bitelli

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, **Professora Regina Vera Villas Bôas**, referência de humanidade dentro e fora da sala de aula, pelas valiosíssimas críticas e sugestões feitas durante a construção do trabalho.

Ao **Professor Adriano Lichtenberger Parra**, com quem aprendo todos os dias, pela amizade, pela mentoria e pela parceria acadêmica desde o início de minha trajetória na PUC-SP.

Aos **Professores Nelson Nery Junior e Rosa Maria de Andrade Nery**, juristas de maior excelência que já conheci, pelo generoso acolhimento ao longo dos meus primeiros passos na vida acadêmica e profissional. À **Ana Luíza Nery, Maria Carolina Nery e Carmen Lígia Nery**, também agradeço o suporte, o carinho e o incentivo.

Ao **Professor Georges Abboud**, exemplo de erudição e brilhantismo, por ter me apoiado durante a graduação, ao lado dos talentosos **Pedro França Aires, Guilherme Augusto Toniette, Ricardo Yamin Fernandes, Maira Bianca Scavuzzi Albuquerque Santos e Renato Mantoanelli Tescari**.

Aos colegas que tive a honra de encontrar no **NERY ADVOGADOS** e aos parceiros com quem hoje divido os percalços e as conquistas da vida profissional no **BITELLI ADVOGADOS**, pela amizade e pela convivência enriquecedoras.

À minha mãe, **Ieda Maria Monteiro Bitelli**, que me ensinou, desde cedo, o valor da disciplina e dos estudos, e me acendeu a centelha do amor à escrita e à linguagem. A meu pai, **Marcos Alberto Sant'Anna Bitelli**, o maior exemplo de dedicação, seriedade e honradez que eu tenho, que tanto me influencia, me cobra e me apoia. A **ambos**, por absolutamente tudo. Espero um dia conseguir lhes retribuir tudo o que fazem por mim com o seu amor incondicional.

RESUMO

Este trabalho consiste numa investigação sobre como a responsabilidade civil encontra perplexidades a serem enfrentadas no seio dos fundos de investimento, tratando-se de um instituto que tem se tornado um sujeito de direitos *sui generis*, ocupando por vezes uma posição jurídica múltipla: ora como agentes económicos emissores de valores mobiliários, ora como conjuntos de investidores destinatários de serviços, ora como condomínios sobre um conjunto de cotas. A natureza multifacetada dos fundos e suas implicações à responsabilidade civil na prestação de serviços podem ser um valioso laboratório para o Direito Civil contemporâneo. Por esse motivo, o recorte do trabalho está em perquirir quais seriam os fundamentos e limites para efetivar o investidor como sujeito capaz de merecer proteção no mercado de valores mobiliários, considerando que o fundo reúne recursos para confiá-los à *expertise* de empresas que lhe prestam serviços. A partir de questionamentos sobre como proceder diante de danos causados a investidores, pretendemos identificar o modo como se dá o funcionamento dos fundos por meio da prestação de serviços essenciais. Para tanto, o primeiro capítulo introduz o trabalho, detalhando o procedimento metodológico a ser seguido. No segundo capítulo, delinea-se uma correlação entre a noção de pós-modernidade e a possibilidade de se enfrentar a natureza dos fundos sob um olhar sistemático do arcabouço que a ciência do direito privado possui. No terceiro capítulo, identificamos a natureza dos fundos e o contexto normativo-regulatório que permeia a matéria, ressaltando o vínculo entre a manutenção do fundo e a prestação de serviços especializados. No quarto capítulo, delinea-se o vínculo jurídico que une o fundo a esses prestadores, a fim de compreender os limites entre as situações de risco e a responsabilidade por eventuais prejuízos causados a cotistas. No quinto e último capítulo, analisamos quais seriam as ferramentas jurídicas existentes em nosso sistema que serviriam para efetivar a proteção dos investidores.

Palavras-chave: contratos – fundos de investimento – sistema de responsabilidade civil – obrigações – mercado de valores imobiliários – direito das coisas – prestação de serviços – regulação – atividade de risco – posição jurídica – pós-modernidade – efetividade do direito brasileiro.

ABSTRACT

This paper is an inquiry about the eccentricities civil liability may find when examining investment funds in the Brazilian securities' market, once its definition has suffered important transformations, turning it into a legal institute of its own kind: investment funds are able to fill simultaneous frameworks, acting as economic agents, representing a group of investors and, also, constituting real property of shares. The multidimensional nature of investment funds and their implications for civil liability in the provision of services can be a valuable laboratory for contemporary civil law. For this reason, the focus of the work is to inquire what the fundamentals and limits would be to turn investors effective as subjects capable of legal protection in the securities market, considering that investment funds gather resources to entrust them to the expertise of companies that provide it with services. The main goal of this study is to demonstrate, from a legal standpoint, how investment funds depend on professional services contracts to exist and operate, which requires understanding how to proceed when damages are caused to Brazilian investors in the securities' market. Therefore, the first chapter introduces our investigation. In the second chapter, we outline a correlation between post-modernism and the possibility of explaining the multiple nature of investment funds from a holistic approach to our Civil Law. The third chapter identifies the main aspects of investment funds in the Brazilian legal system. Furthermore, in order to oversee the civil liability for damages caused to investors, the fourth chapter organizes the main elements of the legal relations that may be established between an investment fund and its service contractors. The fifth and last chapter examines which legal tools would be available to face Brazilian investors' indemnity claims in the stock market.

Keywords: contracts – investment funds – civil liability – obligations – securities' market – real property – services – regulation – risk– post-modernism – enforceability of the Brazilian law.

Sumário

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO 2 – CONTEXTUALIZAÇÃO, JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO TEMA.....	3
2.1. POR QUE ESTUDAR OS FUNDOS DE INVESTIMENTO?	3
2.2. A COMPLEXIDADE NO MUNDO PÓS-MODERNO.....	7
CAPÍTULO 3 – A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	9
3.1. CONTEXTO NORMATIVO-REGULATÓRIO.....	9
3.2. O FUNCIONAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO POR MEIO DE PRESTADORES DE SERVIÇOS ESSENCIAIS.....	14
CAPÍTULO 4 – A RELAÇÃO JURÍDICA ESTABELECIDADA ENTRE O FUNDO DE INVESTIMENTO E OS SEUS PRESTADORES DE SERVIÇO ESSENCIAIS.....	17
4.1. A FIGURA DO ADMINISTRADOR.....	17
4.2. A GESTÃO DA CARTEIRA DO FUNDO.....	20
4.3. A CONSULTORIA DE INVESTIMENTOS.....	24
4.4. A TESOURARIA, O CONTROLE E O PROCESSAMENTO DE ATIVOS.....	29
4.5. A DISTRIBUIÇÃO DE COTAS.....	29
4.6. A ESCRITURAÇÃO DA EMISSÃO E RESGATE DE COTAS.....	31
4.7. A CUSTÓDIA DE ATIVOS.....	34
4.8. A CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO.....	37
4.9. A FORMAÇÃO DE MERCADO.....	41
CAPÍTULO 5 – A RESPONSABILIDADE CIVIL PERANTE OS INVESTIDORES.....	44
5.1. A DIMENSÃO DE DEVERES LIGADOS À ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO.....	44
5.2. OBRIGAÇÕES DE MEIO E OBRIGAÇÕES DE RESULTADO.....	54

5.3. HIPÓTESES DE RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA ENTRE OS PRESTADORES DE SERVIÇOS LIGADOS À ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO.	57
5.4. HIPÓTESE DE APLICABILIDADE DO CDC NO MERCADO BRASILEIRO DE VALORES MOBILIÁRIOS.	61
5.4.1. COTAS OFERECIDAS A INVESTIDORES NÃO QUALIFICADOS.	61
CAPÍTULO 6 – CONCLUSÃO.	73
BIBLIOGRAFIA.	76

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO.

O trabalho que ora apresentamos consiste numa introdução à complexidade que recebem determinados institutos jurídicos no Direito Civil pós-moderno, com foco delimitado aos fundos de investimento no mercado de capitais brasileiro. Seu objetivo principal é partir das preocupações da teoria do direito contemporânea e demonstrar as perplexidades que os fundos de investimento trazem à tona quanto à sua natureza jurídica *sui generis*, especialmente as dúvidas quanto à higidez dos vínculos que ligam os fundos de investimento aos prestadores de serviços essenciais, identificando possíveis ferramentas que sirvam para efetivar a proteção dos investidores.

Uma das motivações centrais desta pesquisa decorre de um interesse pelo estudo da teoria do direito contemporânea, com foco no surgimento de institutos de Direito Civil no século XXI que parecem não se encaixar num único ramo disciplinar. No caso do recorte escolhido, o objetivo geral consiste em analisar as perplexidades que os fundos trazem à tona quanto à sua natureza jurídica, especialmente quando se põe em discussão os vínculos que aproximam a prestadores de serviço, como, por exemplo, de consultoria, de custódia, de controladoria e de administração.

Para abranger as questões que os fundos suscitam na complexidade da realidade contemporânea, propomos um olhar sistemático sobre diferentes ferramentas que a ciência do Direito Privado possui, à luz do Direito das Obrigações, para conferir maior efetividade à proteção dos cotistas para cujo patrimônio repercute a atuação destes especialistas.

Assim, identificando uma correlação entre a noção de pós-modernidade e a possibilidade de se enfrentar a natureza dos fundos de investimento, sob um olhar sistemático do arcabouço que a ciência do direito privado possui à disposição no direito positivo brasileiro, verificaremos as posições jurídicas que os fundos podem ocupar na complexidade da sua existência, de modo a compreender a evolução do seu conceito jurídico e, ao mesmo tempo, o estado da arte das situações nas quais se encontram, desde um objeto de direito real até um sujeito de direito.

Em sequência, faremos um mapeamento da natureza contratual do vínculo que liga os fundos de investimento aos respectivos prestadores de serviço no mercado de valores mobiliários, sobretudo para responder se a prestação desses serviços não seria marcada pelo exercício da boa-fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos investidores, impondo uma dimensão de consequências da quebra de deveres contratuais ou anexos não conectados com a dever de prestação em si, pertinente ao ambiente onde esses negócios produzem a sua eficácia.

A parte introdutória da monografia dedica-se a compreender a transformação significativa que sofre o conceito do “fundo de investimento” no mercado de capitais brasileiro, ao longo de sua evolução prática e regulatória, identificando as diferentes posições jurídicas que os fundos podem ocupar no exercício de suas atividades.

Com isso, analisaremos a relação jurídica estabelecida entre o fundo de investimento e os seus prestadores de serviço essenciais, a fim de elucidar a responsabilidade civil perante os investidores. Investigamos, assim, quais seriam os fundamentos para efetivar o cotista como sujeito capaz de merecer proteção e reparação de danos que experimenta no mercado de valores mobiliários, considerando que o fundo reúne recursos para confiá-los à *expertise* de empresas do mercado que lhe prestam serviços.

Por fim, para conferir maior verticalidade à pesquisa, propomos um aprofundamento do tema do inadimplemento de deveres de prestação e de deveres de conduta, com enfoque nas consequências da quebra dos deveres contratuais nas prestações dos serviços ligadas aos fundos de investimento.

Toda a investigação foi confeccionada a partir de extensa pesquisa doutrinária e jurisprudencial, bem como atualizada com o contexto normativo-regulatório e os dados mais recentes do mercado de capitais brasileiro.

CAPÍTULO 2 – CONTEXTUALIZAÇÃO, JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA DO TEMA.

2.1. POR QUE ESTUDAR OS FUNDOS DE INVESTIMENTO?

A pesquisa parte de uma indagação geral sobre a necessidade de se observar o surgimento de novos institutos no Direito Civil contemporâneo, valendo-se da noção de pós-modernidade. Essa preocupação, em grande medida, nasce diante de recentes sintomas diagnosticados no Direito Privado, o qual, assim como outros ramos da ciência jurídica – como, por exemplo, o Direito Público com a compreensão e regulação do *ciberespaço*¹⁻²⁻³ –, tem lidado com novos fenômenos que parecem admitir uma arquitetura jurídica múltipla, exigindo do intérprete uma análise cada vez mais complexa sobre as diferentes posições que cada instituto assume na realidade.

Para orientar o estudo de maneira mais concreta, clara e delimitada, a indagação específica que se deseja responder recai sobre o tema dos *fundos de investimento* no mercado de capitais brasileiro. A razão para a escolha deste recorte pode ser explicada sob três dimensões.

Em primeiro plano, trata-se de um instituto que tem sofrido transformações significativas nos últimos tempos, havendo uma relevância imediata em se apreender a realidade contemporânea do assunto. Embora os fundos de investimento sejam conhecidos de há muito na experiência negocial do mundo moderno, a Lei n.º 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica) incluiu ao Código Civil os arts. 1.368-C, 1.368-D, 1.368-E e 1.368-F para institucionalizá-los dentro do sistema de Direito das Coisas, saindo do ambiente exclusivo do Direito de Obrigações para alçar uma definição como condomínio sobre determinados objetos com natureza de direito real.

Essa modificação legislativa, motivada a dar maior proteção a investidores quanto aos seus interesses patrimoniais, não deixou de encontrar

1. ABOUD, Georges. *Direito Constitucional Pós-Moderno*, 1.ª ed., São Paulo: Thomson Reuters Brasil/Revista dos Tribunais, 2021, p. 522.

2. LESSIG, Lawrence. *Code: version 2.0.*, New York: Basic Books, 2006, p. 38.

3. MURRAU, Andrew D. *The regulation of cyberspace: control in the online environment*, New York: Routledge-Cavendish, 2007, p. 17.

críticas em parte da doutrina, a qual já apontava para a dificuldade em situar o problema em um único ramo disciplinar que abranja a inteireza das questões jurídicas que ele suscita no dia-a-dia.⁴ Há, até mesmo, quem envolva a problemática também no quadro do Direito Administrativo, uma vez que ela também versaria sobre temas alusivos aos interesses públicos de economia política, atraindo debates regulatórios.⁵

Esta celeuma encaminha a segunda razão de escolha do tema. No mercado de capitais, as atividades econômicas correlatas à atividade bancária parecem merecer cada vez mais um exame sistemático no Direito Civil contemporâneo, a partir de um “*méthode moderne de l’exame du droit*”⁶, vale dizer, de um novo modo de enfrentar as questões com a visão ampla do que seja atividade econômica e pelo olhar metodológico de uma ciência que olha com curiosidade a atividade das entidades de crédito.

Ao que vem ao caso, vê-se que os fundos de investimento têm se tornado um sujeito de direitos *sui generis*, ocupando por vezes uma posição jurídica múltipla: ora como agentes econômicos emissores de valores mobiliários, ora como conjuntos de investidores destinatários de serviços, ora como condomínios sobre um conjunto de cotas. O tema assume quase a condição de um paradoxo: as normas aplicáveis aos fundos dispõem que eles seriam constituídos sob a forma de condomínio, mas nem todos os dispositivos legais que disciplinam os condomínios seriam aplicáveis aos fundos; aos fundos seriam imputados direitos e obrigações, mas, para efeitos legais, consideram-se destituídos de personalidade jurídica; os fundos poderiam ser titulares de direitos

4. “[...] a insistente e expressa atribuição da condição de condomínio aos fundos de investimento, pelo legislador, na totalidade das espécies existentes, não tem o condão de subsumi-los ao instituto de Direito Civil. O conjunto de relações jurídicas compreendidas em um fundo de investimento colidem com as normas insculpidas no Código Civil como reguladoras da figura condominial” (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, São Paulo: Quatier Latin, 2006, pp. 269/271).

5. “Em que pese a conceituação regulatória referir-se aos fundos de investimento enquanto condomínios, adentrando, desta forma, em sua natureza jurídica, parcela da doutrina tem compreendido que a natureza jurídica do instituto não se amolda integralmente à estrutura condominial prevista pela legislação civil (cf. artigos 1.314 e seguintes do Código Civil)” (DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*, São Paulo: Almedina, 2018, pp. 90/94).

6. DE KIRÁLY, François. *Sources du droit économique*, in *Recueil D’études sur les sources du droit*, em honneur de François Gény, T. III, Paris: Sirey, 2011, p. 120.

e deveres, mas apenas exercem suas atividades por meio de um Administrador ou um gestor.

Neste contexto, parece não haver uma superação automática do Direito de Obrigações pelo Direito das Coisas, sobretudo porque ao fundo são imputadas situações distintas, podendo ser titular de direitos e deveres em nome próprio, atuando em juízo e praticando os atos da vida empresarial.

A terceira justificativa para a escolha do tema, não menos importante a demonstrar a relevância do assunto, está na própria importância que os fundos de investimento e o mercado de valores mobiliários têm para a vida na sociedade brasileira.

Os primeiros fenômenos da bolsa de valores, tal qual conhecemos hoje, remetem ao período histórico do século XV. A origem do mercado de capitais é por muitos considerada nas regiões de Bruges (1409) e Antuérpia (1460), onde se desenvolveu uma rápida evolução do capitalismo comercial para o financeiro.⁷ O nascimento deste polo de trocas comerciais estratégico entre o norte da Itália e a Ásia era voltado não somente à comercialização de excedentes de produção, mas também à circulação de títulos de crédito, o que conferiu um crescente dinamismo ao comércio no mundo ocidental.⁸⁻⁹

Após séculos de complexificação deste modelo de fluxo de riquezas¹⁰, o mercado de capitais encontra-se hoje estabelecido com inegável relevância global, sendo o verdadeiro “*locus* do financiamento não só da atividade comercial privada, mas também do próprio Estado. Desse modo, empresas e entidades governamentais que necessitam de recursos podem lançar ao mercado títulos de crédito e valores mobiliários para captá-los junto aos mais variados terceiros ao invés de depender exclusivamente de simples empréstimos de recursos”.¹¹

7. HUBERMAN, Leo. *História da riqueza do homem*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora Ltda., 22.^a ed., 2010, p. 74.

8. YAXBK, Otavio. A regulamentação das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 34/2006, DTR/2006/608, pp. 198/218.

9. ARRIGHI, Giovanni. *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. São Paulo: Contraponto, 5.^a reimpressão, 2006, p. 132.

10. BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: Séculos XV-XVIII*. São Paulo: Martins Fontes, 2.^a ed., 2009, p. 93.

11. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. São Paulo: Atlas, 17.^a ed., 2019, p. 183.

Não à toa, segundo levantamento recente feito pela associação norte-americana *Security Industry and Financial Market Association* (SIFMA), o mercado de capitais circula no mundo aproximadamente 102,8 trilhões de dólares em títulos de dívida e 74,7 trilhões de dólares em ações.¹²

No Brasil, o mercado de capitais possui grande porte e indicações de contínuo crescimento. Em 2019, a Comissão de Valores Mobiliários noticiou a captação anual recorde de 450,7 bilhões de reais.¹³ Ademais, a quantidade estimada de fundos de investimento presentes no País quase duplicou entre 2012 e 2020, conforme o último levantamento oficial realizado pelo convênio entre a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e a B3 S.A. (“Brasil, Bolsa, Balcão” ou “B3”).¹⁴

Não só há sinais de expansão econômica deste segmento, como também de aumento significativo do número de pessoas naturais que se tornam diariamente participantes dele. Em recente estudo divulgado pela B3, comparando as movimentações entre 2009 e 2022, infere-se que o número de indivíduos cadastrados em nossa bolsa de valores subiu 164%, significando quase 20% do total de investimentos realizados no cotidiano.¹⁵

Trata-se, indubitavelmente, de uma área na qual os riscos e as inconstâncias dos negócios têm o potencial de assumir magnitudes estratosféricas.

Exatamente por esse motivo, o recorte do trabalho está em perquirir quais seriam os fundamentos jurídicos para efetivar o investidor como sujeito capaz de merecer proteção e reparação de danos que experimenta no mercado

¹². Disponível em:

[\[https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/#:~:text=Global%20bond%20markets%20outstanding%20value,up%2024.1%20percent%20from\]](https://www.sifma.org/resources/research/fact-book/#:~:text=Global%20bond%20markets%20outstanding%20value,up%2024.1%20percent%20from). Acessado em: 11.05.2022.

¹³. MORAIS, Luiza Rangel. A evolução conjuntural e regulatória das sociedades anônimas e do mercado de valores mobiliários na última década. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 41, 2008, pp. 197/234.

¹⁴. Comissão de Valores Mobiliários. Boletim de Mercado, ano n.º 09, vol. 89, março de 2021. Disponível em:

[\[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf\]](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf). Acessado em: 11.05.2022.

¹⁵. B3. Boletim do Mercado Imobiliário, n.º 01, maio de 2021.

Disponível em:

[\[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf\]](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/boletimmercado/anexos/BoletimdeMercado_89_032021.pdf). Acessado em: 11.05.2022.

de valores mobiliários, considerando que o fundo de investimento reúne recursos para confiá-los à *expertise* de empresas do mercado que lhe prestam serviços.

Em suma, entendemos que a natureza multifacetada dos fundos de investimento e as consequentes implicações à responsabilidade civil na prestação de serviços no mercado de capitais brasileiro podem ser um valioso laboratório de pesquisa para o Direito Civil contemporâneo.

2.2. A COMPLEXIDADE NO MUNDO PÓS-MODERNO.

Antes de apresentar o principal material coletado neste trabalho, entendemos por bem fazer uma sumaríssima explicação em tentativa de justificar um pouco melhor o motivo da proposta inicial do título sugerido ao trabalho.

Teóricos dos mais variados têm se aventurado a afirmar que o direito do século XXI contém, em si próprio, algum elemento que escapa à lógica.¹⁶⁻¹⁷ A teoria do direito contemporânea parece a todo momento operar sob o signo da complexidade.¹⁸⁻¹⁹⁻²⁰

Muito se discute sobre como o direito deve se comportar diante daquilo que lhe escapa. A pós-modernidade teria imposto mudanças profundas no Estado, no direito e na sociedade, sendo que, agora, não somente seria

¹⁶. NANCY, Jean-Luc. *Juste impossible*, Paris: Bayard, 2007; HUTCHENS, B.C. (ed.) *Jean-Luc Nancy: Justice, Legality and World*, London: Continuum Studies in Continental Philosophy, 2012.

¹⁷. LADEUR, Karl-Heinz e AUGSBERG, Ino. *Auslegungsparadoxien. Zu Theorie und Praxis juristischer Interpretation. *Rechtstheorie* 36 (2005), pp. 143-184; LADEUR, Karl-Heinz. *Postmoderne Rechtstheorie. Selbstreferenz – Selbstorganisation – Prozeduralisierung*, Berlin: Dunker & Humblot, 1992.*

¹⁸. HICKS, Stephen. *Explaining post-modernism: skepticism and socialism from Rousseau to Foucault*. Expanded Edition, Ockham's Razor Publishing, 2011; LINDSAY, James e PLUCKROSE, Helen. *Cynical Theories: How Activist Scholarship Made Everything about Race, Gender, and Identity – And Why This Harms Everybody*, Pitchstone Publishing, 2020; SOKAL, Alan e BRICMONT, Jean. *Impostures intellectuelles*, Paris: Odile Jacob, 2013; BOUVERESSE, Jacques. *Prodiges et vertiges de l'analogie: De l'abus des Belles-lettres dans la pensée*, Paris: Raisons d'agir éditions, 1999.

¹⁹. LYOTARD, Jean-François. *La condition postmoderne: rapport sur le savoir*. Paris: Les Éditions de Minuit, 1979, p. 7.

²⁰. VESTING, Thomas. *The Network Economy as a challenge to create new Public Law (beyond the State)*. In: LADEUR, Karl-Heinz (org.). *Public Governance in the age of Globalization*. London: Routledge, 2017, p. 256-257.

preciso revisar como essas três dimensões da vida se definem, mas também como se relacionam entre si.²¹ Os problemas atuais seriam tão mais complexos que não os conseguiríamos por vezes sequer identificar ou compreender. Em certos casos, diz-se que muitos temas “a serem regulados assumem a condição de verdadeiros paradoxos”.²²

A breve pesquisa que se pretende fazer jamais teria a ousadia de desafiar debates como esses, que afligem a teoria do direito contemporânea, sob pena de beirar a superficialidade. A proposta central deste trabalho reside apenas em alcançar os resultados traçados, cumprindo, por meio de procedimentos metodológicos, o estudo, a apresentação e a análise da natureza dos fundos de investimento e suas consequências à responsabilidade civil na prestação de serviços no mercado de capitais.

No entanto, como já exposto acima, um dos objetivos – talvez o principal – deste trabalho é demonstrar como o sistema de direito privado tem apresentado fenômenos que, muitas vezes, ocupam posições jurídicas múltiplas, constituindo verdadeiros sujeitos de direito *sui generis*, como, no caso do recorte escolhido, os fundos de investimento no Direito Civil e no Direito Empresarial, criando algumas peculiaridades que o intérprete desses fenômenos precisaria levar em conta.

Diante disso, seja por fascínio ou por necessidade metodológica, se a complexidade é uma das marcas do estado de coisas pós-moderno e, conseqüentemente, da nossa atual experiência jurídica, pareceria lacunoso deixar de mencionar o assunto como um dos elementos teóricos de base.

²¹. SANTIAGO, Silvano. Pós-fácio: a explosiva exteriorização do saber. In: LYOTARD, JeanFrançois. *A condição pós-moderna*, Rio de Janeiro: José Olympo, 2009, p. 127.

²². ABBOUD, Georges. Opus citatum, p. 567.

CAPÍTULO 3 – A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.

3.1. CONTEXTO NORMATIVO-REGULATÓRIO.

Os fundos de investimento ganharam importância no cenário dos negócios jurídicos e dos elementos componentes do patrimônio das pessoas como mecanismo econômico-jurídico essencial à circulação de riquezas, na experiência do mundo moderno.

Os “fundos”, inicialmente, foram tratados como modalidade de negócio jurídico, importantíssimo para a agilidade do mercado financeiro. Entretanto, o *status* jurídico-conceitual da expressão “fundo” (de investimento, de recebíveis) sofreu uma transformação significativa pelas leis que se seguiram, saindo do ambiente do Direito de Obrigações para alçar uma posição estrutural de Direito das Coisas, ao contemplar o Código Civil sua existência como condomínio sobre determinados objetos com natureza jurídica de direito real.²³

Essa experiência negocial, que partiu do movimento mercatório de negociar créditos – principalmente por meio de negócios jurídicos de cessão de crédito ou de contrato de troca –, passou a merecer um olhar específico de segurança jurídica sobre sua estrutura integral e, para atender às necessidades de regulação de atividade financeira importante e de interesse civil patrimonial, recebeu um tratamento novo por parte do legislador.

Para compreender a evolução desse instituto, é necessário ter em mente que o mercado de capitais é regulado, seja pela legislação federal, como a Lei nº 6.404/1976 (“Lei das S.A.”), seja pela Administração Pública, como a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).²⁴⁻²⁵ Assim, analisaremos, ao longo do trabalho, os principais atos normativos que tratam da matéria, com foco nas Instruções CVM n.º 356/2001, 521/2012, 541/2013, 543/2013, 555/2014, 558/2015 e 592/2017.

²³ . Ibidem, p. 301.

²⁴ . YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 112.

²⁵ . FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas*. Dissertação de Mestrado, FDUFG: Belo Horizonte, 2012, p. 151.

A partir de Instruções Normativas da CVM, expedidas para regulamentar os fundos de investimentos e suas modalidades, pode-se antever a existência de dois tipos básicos de fundos: “o primeiro conhecido no mercado como fundos de investimento estruturados, integralmente regulado pela Instrução 555/2015. Os demais, denominados fundos de investimento não estruturados, com políticas de investimentos tão específicas que, embora também regulados pelas normas gerais previstas na mencionada Instrução 555, têm normatização complementar própria”.²⁶

Segundo o art. 1.º, § 4.º, da Instrução CVM n.º 541/2013, consideram-se investidores “a pessoa natural ou jurídica, o fundo de investimento, o clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários e que, na qualidade de clientes dos custodiantes, mantenham relação indireta com o depositário central”. O cotista, nos termos do art. 2.º, XIV, da Instrução CVM n.º 555/2014, é definido como quem detém “cotas de um fundo de investimento, mediante sua inscrição no livro de cotistas do fundo, que pode se dar inclusive por meio de sistemas informatizados”.²⁷

O art. 2.º, V, da Lei n.º 6.385/1976 define como valores mobiliários “as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos”. O art. 3.º da Instrução CVM n.º 555, por sua vez, considera o “fundo de investimento” como uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinada à aplicação em ativos financeiros. As cotas do fundo têm seu valor calculado periodicamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira. Portanto, o valor da cota é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas existentes.

Com a evolução do conceito, a expressão “fundo de investimento” passou a aludir tanto a um determinado *objeto de direito real* (valores mobiliários, comunhão de recursos – nos termos do art. 1.368-C do CC), quanto a um *sujeito*

²⁶. PARENTE, Norma Jonssen. CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Tratado de direito empresarial*, v. 6, 2.ª ed., São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, pp. 311/312.

²⁷. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: XIV – cotista: aquele que detém cotas de um fundo de investimento, mediante sua inscrição no livro de cotistas do fundo, que pode se dar inclusive por meio de sistemas informatizados.*

de direito (captador de recurso, emissor de valores mobiliários, investidor institucional), que realiza negócios, adquire créditos e oferece cotas a investidores, visando ao lucro com a satisfação desses créditos por valores mais expressivos do que os que foram despendidos para sua aquisição.

Esse sujeito de direitos *sui generis*, titular de direito real em condomínio, tendo por objeto cotas de fundos, parece ocupar posição jurídica múltipla:

- a) como *emissor de valores mobiliários*, assume posição de “*player*” do mercado financeiro, e é um dos que se submete à atividade de mercado sujeita ao controle da CVM;
- b) como *conjunto de sujeitos investidores*, coloca-se na posição de destinatário de serviços, ou seja, de contratante de profissionais e/ou empresas especializados;
- c) como *condomínio* titular de direito real sobre o conjunto das cotas (coisas, objeto de direito), identifica (apesar de ente despersonalizado) um grupo de pessoas com *direito fundamental de propriedade*, no mercado de valores mobiliários, com capacidade postulatória;
- d) como as cotas (coisas) titularizadas pelos cotistas do fundo dependem de negócios de risco, o patrimônio de seus titulares tem valor fluutuável.

Isto cria imediatamente muitas perplexidades para o raciocínio jurídico: a) o de ter o intérprete desse fenômeno que separar aquela preocupação funcional que organismos de regulação do mercado têm (como é o caso da CVM, v.g.), quanto ao zelo da segurança jurídica do mercado de fundos; b) por outro lado, mas não menos importante, o fato de a CVM não ter tantos recursos jurídicos para evitar que o investidor sofra revezes patrimoniais pessoais, enquanto pessoa que desfruta da titularidade de um patrimônio, muitas vezes diluído, em sua integralidade, em cotas de fundos.

Voltadas para a segurança jurídica patrimonial pessoal dos investidores, vieram as alterações legislativas operadas no Código Civil, que

acolheu o fenômeno jurídico negocial posto em prática pelos “fundos”, dentro da institucionalidade do direito real. Com isso, integrou-se ao sistema de regulação dos fundos, que advém das instruções da CVM, um conjunto de regras para darem guarida jurídica aos cotistas dos fundos, principalmente quanto aos aspectos múltiplos de seus interesses patrimoniais, eis que esses cotistas se viam alijados do comando de patrimônio seu, não raras vezes vultoso, significativo e abrangente da totalidade de seus recursos.

A complexidade desse fenômeno também parece estar sendo percebida em recentes pronunciamentos do Superior Tribunal de Justiça, no sentido de que a simples atribuição da condição de condomínio aos fundos de investimento não é suficiente para expressar todas as posições jurídicas que o instituto ocuparia no Direito Civil contemporâneo.²⁸⁻²⁹⁻³⁰

²⁸. “A despeito do desencontro de teses no âmbito doutrinário, importa reconhecer, para os fins que aqui interessam, que: a) as normas aplicáveis aos fundos de investimento dispõem expressamente que eles são constituídos sob a forma de condomínio; b) nem todos os dispositivos legais que disciplinam os condomínios são indistintamente aplicáveis aos fundos de investimento, sujeitos a regramento específico ditado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM); c) embora destituídos de personalidade jurídica, aos fundos de investimento são imputados direitos e deveres, tanto em suas relações internas quanto externas, e, d) não obstante exercerem suas atividades por intermédio de seu administrador/gestor, os fundos de investimento podem ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações. Assim, o fato de ser o FIP constituído sob a forma de condomínio e de não possuir personalidade jurídica não é capaz de impedir, por si só, a aplicação do instituto da desconsideração da personalidade jurídica em caso de comprovado abuso de direito por desvio de finalidade ou confusão patrimonial” (STJ, 3.^a Turma, REsp n.º 1.965.982-SP, rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, j. 05.04.2022).

²⁹. “Os fundos de investimento, não obstante a grande variedade de espécies, constituem uma forma de condomínio ou universalidade de direito. Nos termos do art. 3º da Instrução CVM 555/2014, atualmente vigente, ‘o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros’. A definição não discrepa da que preconizam os especialistas do mercado financeiro. Com efeito, conforme explica Eduardo Fortuna, ‘embora destituídos de personalidade jurídica, os Fundos de Investimento são entes capazes de adquirir e transferir direitos, sempre representados por seus administradores. Segundo Arnoldo Wald, trata-se de: ‘um condomínio de natureza especialíssima, que tem patrimônio próprio, escrita específica, auditoria nas suas contas, representação em juízo e administração por uma espécie de trustee. A propriedade dos bens pertence ao Fundo e as cotas é que são da propriedade dos condôminos’ (in Mercado Financeiro: Produtos e Serviços, Qualitymark Editora, 2017, p. 627). Na mesma linha, a atual definição de fundo de investimento, constante do art. 1.368-C do Código Civil, incluído pela Lei 13.874/2019, esclarece que ‘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’.” (STJ, 2.^a Turma, REsp n.º 1.409.607-SP, rel. Min. Assusete Magalhães, j. 15.09.2020).

³⁰. “Compreende-se, por fundo de investimento, uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio (sui generis), administrada por terceiro (pessoa jurídica autorizada pela Comissão de Valores Monetários para o desempenho de tal mister) e destinada à aplicação em carteiras diversificadas de títulos e valores mobiliários, correspondentes ao perfil de investimento perseguido coletivamente que guarda em si, naturalmente, um grau maior ou menor de risco. A partir da constituição do fundo de investimento, que se dá por meio da reunião de aportes

Para parcela da doutrina, até mesmo, os fundos de investimento seriam dotados de “uma disciplina jurídica que não se confunde com o instituto civil do condomínio, melhor se caracterizando como uma estrutura jurídica por intermédio da qual os investidores admitem um Administrador – investido na capacidade de representação e administração dos negócios do fundo – e que, por intermédio de sua gestão, realiza operações nos mercados financeiro, de capitais, e de futuros, obrigando-se, de acordo com as especificações constantes do regulamento do fundo e das normas regentes da sua atividade, a envidar os melhores esforços para obter a maior rentabilidade possível ao capital investido, dentro do perfil de exposição – indicado na política de investimentos – aos possíveis elementos de risco”.³¹

Com efeito, a ficção teórica do fundo de investimento, como ente despersonalizado com capacidade postulatória formado por um condomínio de cotistas, não parece significar uma superação automática do direito de obrigações pelo direito das coisas, sobretudo porque ao fundo são imputados direitos e deveres, podendo deles ser titular em nome próprio, atuando em juízo e praticando os atos da vida empresarial, embora exerça suas atividades por um Administrador ou um gestor.³²⁻³³

financeiros manejados por investidores, o terceiro administrador os aplica em títulos e valores mobiliários, com o intuito de obter lucro/rendimento, sujeitando-se aos riscos das variações dos índices do mercado financeiro. O capital investido, assim, é convertido em cotas, distribuídas proporcionalmente aos investidores, que passam a ter direito apenas sobre estas frações patrimoniais do fundo (cotas) — e não sobre todo o patrimônio do fundo, do que ressaí o caráter sui generis do propagado condomínio —, o que lhes confere o direito aos respectivos rendimentos, o direito de resgate e o direito de participar, ao final, da liquidação do fundo, se for o caso, sempre vinculados aos ativos financeiros que compõem a carteira de investimentos do Fundo.” (STJ, Corte Especial, REsp n.º 1.388.642-SP, Tema Repetitivo n.º 913, rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, j. 03.08.2016).

³¹. DOTTA, Eduardo Montenegro. *Opes citatum*, pp. 90/94.

³². “Administrador: pode reter todas as atividades para as quais esteja autorizado, exceto a de auditoria. Responsável pelo funcionamento do fundo, controlando todos os prestadores de serviço. Pode contratar em nome do fundo os seguintes prestadores de serviço: gestão (de carteira); consultoria de investimentos; tesouraria, controle e processamento de títulos e valores mobiliários; distribuição de cotas; escrituração da emissão e resgate das cotas; custódia; classificação de risco por agência especializada” (FERREIRA, Adriana Nunes. *Fundos de investimentos no Brasil: institucionalidade e decisões de alocação de riqueza*. In: *Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015*, p. 289).

³³. “Gestor: função que pode ser delegada pelo administrador a terceiros autorizados a administrar carteiras. O gestor é responsável pela compra e venda dos ativos do fundo (gestão) segundo política de investimento estabelecida em regulamento. Na prática, é ele que toma as decisões de alocação de riqueza” (Ibidem, p. 289).

Apesar de a lógica jurídica não dispensar o estudo do elemento básico a que denomina de bens, é o homem, e não as coisas, que desempenha o papel principal no cenário da criação e da circulação de riquezas.³⁴ Ainda que se possa afirmar que o direito comercial toma da economia o conceito de “empresa” e ainda que se possa defender que não cabe à Economia fixar para o Direito Civil o conceito de pessoa e de proprietário, fato é que sem a Economia o direito se esvazia daquele conteúdo social que o faz “ciência da coexistência humana”.³⁵

3.2. O FUNCIONAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO POR MEIO DE PRESTADORES DE SERVIÇOS ESSENCIAIS.

Como visto, a simples atribuição da condição de condomínio aos fundos de investimento não parece ser suficiente para expressar todas as posições jurídicas que o instituto ocupara no Direito Civil contemporâneo.

Para importante parcela da literatura jurídica recente, inclusive, os fundos de investimento seriam dotados de “uma disciplina jurídica que não se confunde com o instituto civil do condomínio, melhor se caracterizando como uma estrutura jurídica por intermédio da qual os investidores admitem um Administrador – investido na capacidade de representação e administração dos negócios do fundo – e que, por intermédio de sua gestão, realiza operações nos mercados financeiro, de capitais, e de futuros, obrigando-se, de acordo com as especificações constantes do regulamento do fundo e das normas regentes da sua atividade, a envidar os melhores esforços para obter a maior rentabilidade possível ao capital investido, dentro do perfil de exposição – indicado na política de investimentos – aos possíveis elementos de risco”.³⁶

Um dos aspectos peculiares do fundo de investimento reside justamente na dependência umbilical que o seu funcionamento e a sua

³⁴. SAVATIER, *La théorie des obligations en droit privé économique*, 4. ed., Paris: Dalloz, 1979, p. 91.

³⁵. DE MELLO NETO, Cardozo. *Almeida Nogueira e a cadeira de Economia Política, na Faculdade de Direito*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1942, p. 106.

³⁶. DOTTA, Eduardo Montenegro. *Opes citatum*, pp. 90/94.

manutenção possuem com a prestação de serviços especializados.³⁷ Isso porque, nesse mercado autorregulado, para que seja possível aos investidores figurarem como titulares de patrimônio em condomínio enquanto cotistas, é necessário contratar terceiros, na qualidade de prestadores de serviço, que assumam determinadas posições jurídicas sem as quais o fundo não pode sequer existir.³⁸⁻³⁹

Aliás, considerando que há sempre um grupo de pessoas com direito fundamental de propriedade nesse condomínio titular de direito real sobre o conjunto das cotas no mercado de valores mobiliários, os cotistas do fundo, ao se submeterem a negócios de risco, dando valor fluutuável ao patrimônio, esperam obter “uma gestão profissional, no compartilhamento de riscos, na estabilização de rendimento e na mitigação da desvalorização”.⁴⁰

Isso significa que a dependência que o fundo possui com a prestação de serviços especializados não é apenas que uma característica do seu funcionamento, mas, também, um de seus maiores atrativos ao cotista, viabilizando “que investidores de perfil similar, com objetivo, estratégias e tolerância a risco parecidos, concentrem recursos para aumentar seu poder de negociação e diluir os custos de administração, além de contarem com profissionais especializados, dedicados exclusivamente à gestão dos recursos”.⁴¹

Por isso, apesar de a lógica jurídica não dispensar o estudo do elemento básico a que denomina de bens, não há como negar que é o homem, e não as coisas, que desempenha o papel principal no cenário da criação e da circulação de riquezas.⁴² Ainda que se possa afirmar que o direito comercial toma da economia o conceito de empresa e ainda que se possa defender que não

³⁷. DE CARVALHO, Mario Tavernard Martins. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 185-186.

³⁸. DA VEIGA, Alexandre Brandão. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário*. Coimbra: Almedina, 1999, p. 20.

³⁹. PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 449.

⁴⁰. VAZ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro. *Fundos de investimento mobiliário abertos*. Coimbra: Almedina, 1999, p. 20.

⁴¹. Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4.^a ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 94.

⁴². SAVATIER, *La théorie des obligations en droit privé économique*, 4. ed. Paris Dalloz, 1979, p. 91.

cabe à Economia fixar para o Direito Civil o conceito de pessoa e de proprietário, fato é que sem a Economia o direito se esvazia daquele conteúdo social que o faz “ciência da coexistência humana”.⁴³ É a partir desse feixe de relações jurídicas que o presente trabalho pretende analisar as consequências das práticas contratuais.

⁴³. DE MELLO NETO, Cardozo. *Almeida Nogueira e a cadeira de Economia Política, na Faculdade de Direito*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1942, p.106.

CAPÍTULO 4 – A RELAÇÃO JURÍDICA ESTABELECIDADA ENTRE O FUNDO DE INVESTIMENTO E OS SEUS PRESTADORES DE SERVIÇO ESSENCIAIS.

4.1. A FIGURA DO ADMINISTRADOR.

Como espinha dorsal do corpo de prestadores de serviços que com o fundo contratam, encontra-se, em primeiro lugar, a *administração*, definida pelo art. 78 da Instrução CVM n.º 555/2014 como “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”.⁴⁴

Nos termos dos arts. 6.º, 7.º e 80 da Instrução CVM n.º 555/2014, o Administrador é aquele que deve praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo, sendo responsável, até mesmo, pela sua constituição, pela aprovação do seu regulamento e pela prestação de informações em seu nome.⁴⁵⁻⁴⁶⁻⁴⁷ A estrutura do vínculo negocial estabelecido com o Administrador é de tamanha importância que, sem ele, não há como o fundo sequer ser registrado perante a CVM.⁴⁸

As principais obrigações do Administrador, conforme o art. 90 da Instrução CVM n.º 555/2014, residem em: (i) diligenciar para que seja mantida e atualizada toda a documentação do fundo; (ii) solicitar, quando necessária, a negociação das cotas de fundo fechado em mercado organizado; (iii) arcar com

⁴⁴. Instrução CVM n.º 555/2014, 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.*

⁴⁵. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 6.º - *O fundo será constituído por deliberação de um administrador a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo.*

⁴⁶. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 80 - *O administrador, observadas as limitações legais e as previstas nesta Instrução, tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo de investimento, sendo responsável pela constituição do fundo e pela prestação de informações à CVM na forma desta Instrução e quando solicitado.*

⁴⁷. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: (...) XLII – regulamento: é o documento de constituição do fundo de investimento que contém, no mínimo, as disposições obrigatórias previstas nesta Instrução.*

⁴⁸. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 7.º – *O funcionamento do fundo depende do prévio registro na CVM, o qual será procedido por meio do envio, pelo administrador, dos documentos previstos no art. 8º, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e considerar-se-á automaticamente concedido na data constante do respectivo protocolo de envio.*

sanções pecuniárias pelo atraso no cumprimento de prazos previstos na regulamentação; (iv) elaborar e divulgar as informações do fundo; (v) manter atualizada junto à CVM a lista de prestadores de serviços contratados pelo fundo, bem como as demais informações cadastrais; (vi) custear a elaboração e a distribuição do material de divulgação do fundo; (vii) manter serviço de atendimento ao cotista; (viii) respeitar as norma do regulamento do fundo; (ix) cumprir as deliberações da assembleia geral; (x) fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.⁴⁹

A prestação dos serviços de administração do fundo de investimento é tarefa árdua e complexa. Não à toa, apenas pode atuar como Administrador uma pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira de valores mobiliários, conforme disposto nos arts. 2.º, I, e 78, § 1.º, da Instrução CVM n.º 555/2014, por força do art. 23 da Lei n.º 6.385/1976.⁵⁰⁻⁵¹⁻⁵²

⁴⁹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 90 – *Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: a) o registro de cotistas; b) o livro de atas das assembleias gerais; c) o livro ou lista de presença de cotistas; d) os pareceres do auditor independente; e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; f) a documentação relativa às operações do fundo; II – solicitar, se for o caso, a admissão à negociação das cotas de fundo fechado em mercado organizado; III – pagar a multa cominatória, nos termos da legislação vigente, por cada dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução; IV – elaborar e divulgar as informações previstas no Capítulo VI desta Instrução; V – manter atualizada junto à CVM a lista de prestadores de serviços contratados pelo fundo, bem como as demais informações cadastrais; VI – custear as despesas com elaboração e distribuição do material de divulgação do fundo, inclusive da lâmina, se houver; VII – manter serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações, conforme definido no regulamento do fundo; VIII – observar as disposições constantes do regulamento; IX – cumprir as deliberações da assembleia geral; X – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.*

⁵⁰. Lei n.º 6.385/1976, art. 23 - *O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.*

§ 1.º - *O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.*

§ 2.º - *Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º inciso IV.*

⁵¹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: I – administrador (do fundo): pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e responsável pela administração do fundo.*

⁵². Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 1.º - *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.*

Nesse contexto, o ponto fulcral que aflige o tema da responsabilidade civil decorre do fato de que, em nome do fundo, o Administrador tem poderes para contratar com terceiros a fim de captar mais prestadores de serviço, seja para obter a realização de atividades distintas – como, por exemplo, a auditoria das demonstrações contábeis do fundo, nos termos do art. 65 da Instrução CVM n.º 555/2014⁵³ –, seja para a prestação de serviços ligados à própria atividade de administração, conforme os arts. 79 e 78, § 2.º, da Instrução CVM n.º 555/2014.⁵⁴⁻⁵⁵

Nos arts. 79 e 78, § 2.º, da Instrução CVM n.º 555/2014 acima mencionados, há uma lista de serviços cuja prestação pode ser contratada pelo Administrador em nome do fundo, a saber: (i) a gestão da carteira de investimentos; (ii) a consultoria de investimentos; (iii) a tesouraria, o controle e o processamento dos ativos financeiros; (iv) a distribuição de cotas; (v) a escrituração da emissão e resgate de cotas; (vi) a custódia dos ativos; (vii) a classificação de risco de crédito; (viii) a formação de mercado.

Diferentemente de outras atividades – como, por exemplo, a auditoria independente de que trata o art. 65 da Instrução CVM n.º 555/2014 –, entendemos que esses serviços constantes do rol do art. 78, § 2.º, da Instrução CVM n.º 555/2014 estão ligados à própria atividade de administração, sendo, em verdade, serviços *terceirizados* pelo Administrador.⁵⁶ Isso porque há, pelo

⁵³. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 65, *caput* – *As demonstrações contábeis do fundo devem ser auditadas anualmente por auditor independente registrado na CVM, observadas as normas que disciplinam o exercício dessa atividade.*

Parágrafo único – *A auditoria das demonstrações contábeis não é obrigatória para fundos em atividade há menos de 90 (noventa) dias.*

⁵⁴. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 79, *caput* – *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 referida no art. 65 e, 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.*

⁵⁵. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 2.º – *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; VIII – formador de mercado.*

⁵⁶. “[...] ao administrador é facultado terceirizar, dente outros serviços, a gestão da carteira do fundo, que pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica, credenciada junto à CVM como administradora de carteira de valores mobiliários”

menos, dois motivos que auxiliam o intérprete a alcançar essa conclusão: (a) segundo o art. 79 da Instrução CVM n.º 555/2014, caso não esteja autorizado a exercer a tesouraria dos ativos, a distribuição, a escrituração da emissão e o resgate de cotas ou, ainda, a custódia dos ativos, o Administrador deve necessariamente contratar terceiros para tanto, o que pressupõe, *a contrario sensu*, que esses serviços específicos estariam, em regra, incluídos dentro do escopo da administração; (b) de acordo com o art. 78, *caput*, da Instrução CVM n.º 555/2014, todos esses serviços são obrigatórios ao funcionamento e à manutenção do fundo, podendo ser prestados pelo próprio Administrador ou por terceiros por ele contratados.

Em suma, as atividades relacionadas ao funcionamento do fundo devem ser prestadas, em regra, pelo Administrador, sendo possível a contratação de terceiros em hipóteses taxativas, quando necessário ou conveniente repartir tarefas ligadas à administração do patrimônio comum dos cotistas.

Diante disso, há situações, conforme se verá, que exigem a presença de cláusula contratual para estipular a responsabilidade solidária entre o Administrador e os terceiros contratados, assim como circunstâncias que demandam a responsabilidade de cada um pelos atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares.

4.2. A GESTÃO DA CARTEIRA DO FUNDO.

É a partir das atividades inerentes à gestão que se orienta a aplicação dos ativos. A figura do Gestor possui atribuições e responsabilidades tão importantes quanto às do Administrador para o adequado funcionamento do fundo. Noutros termos, a gestão é responsável pelo *core business* do fundo, qual seja: tomar as decisões de investimentos, realizando as operações que julgue necessárias, a fim de obter os retornos financeiros almejados pelos cotistas.

Segundo a definição trazida pelo art. 2.º, XXX, da Instrução CVM n.º 555/2014, o Gestor é uma “pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para

o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, contratada pelo administrador em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira”.⁵⁷

O Gestor, portanto, exerce profissionalmente uma das atividades inerentes à administração. De acordo com o relatório apresentado pela CVM na Audiência Pública SDM n.º 10/2014, que rendeu ensejo à Instrução CVM n.º 558/2015 para regulamentar a atividade da administração de carteiras de valores mobiliários, aquele que se dispõe a prestar serviços de gestão é responsável por “tomar decisões de investimento e, de acordo com a proposta definitiva de instrução, gerir os riscos dessas carteiras. [...] Nesse sistema regulatório, pouco importa quem teve a iniciativa de propor a constituição de determinado fundo. O mais relevante, na verdade, é saber quais são as atribuições de cada participante na estrutura do fundo e garantir que esta divisão de responsabilidades se dê no melhor interesse do beneficiário final do fundo de investimento: o investidor”.⁵⁸

Assim, conforme descrito no art. 78, § 3.º, da Instrução CVM n.º 555/2014, a gestão dos ativos financeiros que integram a carteira do fundo exige negociá-los, realizando operações e representando o fundo para todos os fins de direito, bem como exercendo o direito de voto decorrente dos ativos.⁵⁹

Nota-se que as atividades de administração e gestão caminham lado a lado como um núcleo duro de todo e qualquer fundo. Enquanto o Gestor conduz a política de investimentos, decidindo a aplicação dos ativos que

⁵⁷. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: (...) XXX – gestor: pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, contratada pelo administrador em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira.*

⁵⁸. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm1014.html.

Acesso em: 12.09.2022.

⁵⁹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 3.º - *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 e 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; 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.*

compõem a carteira de valores mobiliários, o Administrador deve supervisionar a higidez da gestão, exercendo o seu papel de *gatekeeper* da estrutura do fundo.⁶⁰

Não é por outra razão que ao Administrador e ao Gestor incumbe seguir normas de conduta específicas, nos termos do art. 92 da Instrução CVM n.º 555/2014, devendo sempre buscar em suas atividades as melhores condições aos interesses dos cotistas, com o cuidado e a diligência que dispensariam aos seus próprios negócios, motivo pelo qual respondem pelas infrações e falhas cometidas sob a sua governança.⁶¹

Esses serviços são marcados por uma sinergia advinda dos consectários do dever de diligência. Não à toa, cada documento firmado pelo Gestor em nome do fundo deve ser apresentado ao Administrador, conforme se observa do art. 78, § 4.º, da Instrução CVM n.º 555/2014, por exemplo.⁶² Do mesmo modo, somente as ordens emitidas pelo Administrador, pelo Gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, podem ser acatadas pela instituição custodiante (art. 81, I, da Instrução CVM n.º 555/2014).⁶³

Em atenção à relevância do papel da gestão, a Instrução CVM n.º 555/2014, em seu o art. 78, § 5.º, também regulamenta as condições básicas a serem observadas quando se vislumbra a necessidade de contratação de mais

⁶⁰. Trata-se da definição proposta pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM por meio do relatório apresentado na Audiência Pública SDM n.º 10/2014, conforme mencionado acima.

⁶¹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 92, *caput* – *O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.*

⁶². Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 4.º – *O gestor deve encaminhar ao administrador do fundo, nos 5 (cinco) dias úteis subsequentes à sua assinatura, uma cópia de cada documento que firmar em nome do fundo, sem prejuízo do envio, na forma e horários previamente estabelecidos pelo administrador, de informações adicionais que permitam a este último o correto cumprimento de suas obrigações legais e regulamentares para com o fundo.*

⁶³. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 81 - *Os contratos de custódia devem, além de observar o que dispõe a regulamentação específica que trata de custódia de valores mobiliários, conter cláusula que: I – estipule que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizados, podem ser acatadas pela instituição custodiante.*

de um Gestor, o que pode ocorrer, por exemplo, quando um fundo lida com ativos relacionados a diferentes tipos de mercado.⁶⁴

Nessas circunstâncias, é mandatório que a contratação assegure a responsabilidade solidária entre os Gestores (art. 78, § 5.º, I, “a”) e autorize o Administrador a intervir como árbitro em caso de eventuais conflitos (art. 78, § 5.º, I, “c”). Do mesmo modo, é imperioso observar se o regulamento do fundo prevê a faculdade de a gestão ser exercida por mais de um prestador de serviço, definindo quais seriam as atribuições de cada um (art. 78, § 5.º, II), bem como se o termo de adesão e ciência de risco do fundo explicita o motivo e os riscos da adoção de uma estrutura de gestão compartilhada (art. 78, § 5.º, III).

Há uma relação fiduciária que destaca, portanto, a atuação do Administrador e do Gestor. Os incisos I e IV do art. 76 da Instrução CVM n.º 555/2014, inclusive, parecem diferenciar esses profissionais dos demais prestadores de serviços do fundo, como se não se confundissem.⁶⁵ Todavia, tanto o Administrador quanto o Gestor também são prestadores remunerados, sendo vedado auferirem qualquer benefício ou vantagem em decorrência de sua condição, como dispõe o art. 92, §§ 1.º e 2.º, da mesma Instrução CVM n.º 555/2014.⁶⁶⁻⁶⁷

⁶⁴. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 5.º – *Nos casos de contratação de mais de um gestor, as seguintes condições devem ser respeitadas: I – o contrato celebrado nos termos do § 2º, inciso I, deve: a) assegurar responsabilidade solidária dos gestores pelos atos de gestão compartilhada; b) conceder autorização para ordens, perante o custodiante do fundo, limitada ao mercado específico de atuação de cada gestor, quando for o caso, em atenção ao art. 81, inciso I; c) autorizar o administrador a intervir como árbitro em caso de eventuais conflitos; II – o regulamento deve prever especificamente que a gestão é exercida por mais de um prestador de serviços, definindo claramente as atribuições de cada um; III – o termo de adesão e ciência de risco deve destacar o motivo para a adoção de tal estrutura de gestão e os riscos dela decorrentes.*

⁶⁵. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 76 - *Não podem votar nas assembleias gerais do fundo: I – seu administrador e seu gestor; II – os sócios, diretores e funcionários do administrador ou do gestor; III – empresas ligadas ao administrador ou ao gestor, seus sócios, diretores, funcionários; IV – os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários.*

⁶⁶. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 92, § 1.º – *Sem prejuízo da remuneração que é devida ao administrador e ao gestor na qualidade de prestadores de serviços do fundo, o administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição.*

⁶⁷. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 92, § 2.º – *É vedado ao administrador, ao gestor e ao consultor o recebimento de qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na tomada de decisão de investimento pelo fundo.*

4.3. A CONSULTORIA DE INVESTIMENTOS.

O fundo de investimento, por meio de seu Administrador, tem a faculdade de contratar com terceiros a prestação de serviços de consultoria, assim como pode constituir conselhos consultivos, comitês técnicos ou comitês de investimentos, por iniciativa dos cotistas, do Administrador ou do Gestor. É o que dispõem os arts. 78, § 2.º, e 84 da Instrução CVM n.º 555/2014.⁶⁸⁻⁶⁹

Com maior riqueza de detalhes, a Instrução CVM n.º 592/2017 regulamentou essa atividade de consultoria, definindo-a como um serviço voltado à orientação, à recomendação e ao aconselhamento sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação devem ser exclusivas do cliente, devendo esse serviço ser prestado de forma profissional, independente e individualizada.⁷⁰

Conforme o art. 1.º, § 1.º, da Instrução CVM n.º 592/2017, pode ser objeto de serviços de consultoria o aconselhamento sobre: (i) classes de ativos e valores mobiliários; (ii) títulos e valores mobiliários específicos; (iii) prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; (iv) outros aspectos relacionados a investimentos no mercado de valores mobiliários.⁷¹

⁶⁸. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 2.º – *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: (...) II – consultoria de investimentos, inclusive aquela de que trata o art. 84.*

⁶⁹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 84 – *Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo.*

§ 1.º – *As atribuições, a composição, e os requisitos para convocação e deliberação dos conselhos e comitês devem estar estabelecidos no regulamento do fundo.*

§ 2.º – *A existência de conselhos e comitês não exime o administrador ou o gestor da responsabilidade sobre as operações da carteira do fundo.*

⁷⁰. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 1.º – *Para os efeitos desta Instrução, considera-se consultoria de valores mobiliários a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente.*

⁷¹. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 1.º, § 1.º – *A prestação de serviço de que trata o caput pode se dar por meio de uma ou mais das seguintes formas de orientação, recomendação e aconselhamento: I – sobre classes de ativos e valores mobiliários; II – sobre títulos e valores mobiliários específicos; III – sobre prestadores de serviços no âmbito do mercado de valores mobiliários; IV – sobre outros aspectos relacionados às atividades abarcadas pelo caput.*

Para o exercício da consultoria de valores mobiliários, é necessária autorização administrativa, motivo pelo qual se trata de atividade privativa de sujeitos que sejam reconhecidos pela CVM, nos termos dos arts. 2.º, *caput*, e 5.º da Instrução CVM n.º 592/2017.⁷²⁻⁷³ Desse modo, impõe-se uma série de requisitos objetivos a ser preenchida, variando a depender se o prestador do serviço é pessoa natural ou jurídica com domicílio ou sede no Brasil ou no exterior (arts. 3.º, 4.º e 6.º-A da Instrução CVM n.º 592/2017).⁷⁴⁻⁷⁵⁻⁷⁶

⁷². Instrução CVM n.º 592/2017, art. 2.º – *A consultoria de valores mobiliários é atividade privativa de consultores de valores mobiliários registrados na CVM, no caso de consultores domiciliados no Brasil, ou por ela reconhecidos, no caso de consultores domiciliados no exterior.*

⁷³. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 5.º – *O pedido de autorização ou de reconhecimento, conforme o caso, para o exercício da atividade de consultor de valores mobiliários deve ser encaminhado à SIN e ser instruído com os documentos identificados no: I – Anexo 5-I, se pessoa natural; II – Anexo 5-II, se pessoa jurídica.*

⁷⁴. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 3.º – *Para fins de obtenção e manutenção de autorização ou, conforme o caso, do reconhecimento junto à CVM, o consultor de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender os seguintes requisitos: I – Revogado; II – ser graduado em curso superior ou equivalente, em instituição reconhecida oficialmente no país ou no exterior; III – ter sido aprovado em exame de certificação cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM ou por entidade equivalente em seu país de domicílio; IV – ter reputação ilibada; V – não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC ou por entidades equivalentes em seu país de domicílio; VI – não haver sido condenado, no Brasil, ou por crimes equivalentes, em seu país de domicílio, por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, “lavagem” de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; VII – não estar impedido de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial ou administrativa; VIII – não estar incluído em relação de comitentes inadimplentes de entidade administradora de mercado organizado; IX – preencher o formulário do Anexo 5-I de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício da atividade.*

⁷⁵. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 4.º – *Para fins de obtenção e manutenção de autorização ou, conforme o caso, do reconhecimento pela CVM, o consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos: I – Revogado; II – ter em seu objeto social o exercício de consultoria de valores mobiliários e estar regularmente constituído e registrado no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas - CNPJ; III – atribuir a responsabilidade pela atividade de consultoria de valores mobiliários a um diretor estatutário, o qual deve estar registrado na CVM, no caso de consultores domiciliados no Brasil, como consultor de valores mobiliários pessoa natural; IV – atribuir a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e das normas estabelecidas por esta Instrução a um diretor estatutário; V – seus sócios controladores diretos ou indiretos devem atender aos requisitos previstos pelos incisos IV a VIII do art. 3º; VI – constituir e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica; VIII – preencher o formulário do Anexo 5-II de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício da atividade.*

⁷⁶. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 6.º-A – *Para fins de obtenção e de manutenção do reconhecimento pela CVM, o consultor de valores mobiliários não domiciliado no Brasil deve atender os seguintes requisitos: I – estar autorizado e submetido à supervisão por autoridade competente em seu país de domicílio; II – constituir e manter representante legal no Brasil, com poderes expressos para receber, em seu nome, quaisquer citações, intimações ou notificações.*

Assim como o Administrador e o Gestor, o Consultor também conta com regras de conduta e *compliance* próprias à sua atividade, de acordo com os arts. 15 e 17 da Instrução CVM n.º 592/2017.⁷⁷⁻⁷⁸ De igual sorte, na hipótese em

§ 1.º – Para os efeitos do inciso I do caput, considera-se autoridade competente aquela com a qual a CVM tenha celebrado acordo de cooperação mútua que permita o intercâmbio de informações sobre os seus supervisionados, ou que seja signatária do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO.

⁷⁷. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 15 – O consultor de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: I – exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade, colocando os interesses de seus clientes acima dos seus; II – desempenhar suas atribuições de modo a buscar atender aos objetivos de investimento de seus clientes, levando em consideração a sua situação financeira e o seu perfil, nos termos da regulamentação que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; III – cumprir fielmente o contrato firmado com o cliente, prévia e obrigatoriamente por escrito, o qual deve conter as características dos serviços a serem prestados, dentre as quais se incluem: a) descrição detalhada da remuneração cobrada pelos serviços; b) informações sobre outras atividades que o próprio consultor exerça e os potenciais conflitos de interesses existentes entre tais atividades e a consultoria de valores mobiliários; c) informações sobre as atividades exercidas por sociedades controladoras, controladas, coligadas e sob controle comum ao consultor e os potenciais conflitos de interesses existentes entre tais atividades e a consultoria de valores mobiliários; d) quando aplicável, os riscos inerentes aos diversos tipos de operações com valores mobiliários nos mercados de bolsa, de balcão, nos mercados de liquidação futura, explicitando que a aplicação em derivativos pode resultar em perdas superiores ao investimento realizado, e nas operações de empréstimo de ações; e) o conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas ao cliente; f) informação a respeito da abrangência dos serviços prestados, indicando os mercados e tipos de valores mobiliários abrangidos; g) procedimento a ser seguido caso um conflito de interesse, mesmo que potencial, surja após a celebração do contrato, incluindo prazo para notificação do cliente; IV – evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes; V – prestar o serviço de forma independente e fundamentada; VI – manter atualizada, em perfeita ordem e à disposição do cliente, toda a documentação que deu suporte para a consultoria prestada ao cliente, inclusive a avaliação de seu perfil; VII – transferir ao cliente qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de consultor de valores mobiliários, exceto na hipótese do § 1º do art. 17; VIII – suprir seus clientes com informações e documentos relativos aos serviços prestados na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas; IX – suprir seus clientes com informações sobre os riscos envolvidos nas operações recomendadas; X – prestar as informações que lhe forem solicitadas pelo cliente, pertinentes aos fundamentos das recomendações de investimento realizadas; XI – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 10 (dez) dias úteis da ocorrência ou identificação; XII – na orientação a clientes quanto à escolha de prestadores de serviços prevista no inciso III do § 1º do art. 1º, zelar pela adequada prestação de serviços e divulgar qualquer tipo de relação comercial que tenha estabelecido com o prestador, sendo vedado o recebimento de remuneração pela indicação de serviços, em observância ao inciso VII deste artigo.

⁷⁸. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 17 – É vedado ao consultor de valores mobiliários: I – atuar na estruturação, origem e distribuição de produtos que sejam objeto de orientação, recomendação e aconselhamento aos seus clientes, salvo se observados os dispositivos sobre segregação de atividades previstos no art. 20 desta Instrução; II – proceder a qualquer tipo de modificação relevante nas características básicas dos serviços prestados, exceto quando houver autorização, prévia e por escrito, do cliente; III – garantir níveis de rentabilidade; IV – omitir informações sobre conflito de interesses e riscos relativos ao objeto da consultoria prestada; V – receber qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários; VI – atuar como procurador ou representante de seus clientes perante instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, para fins de implementar e executar as operações que reflitam as recomendações objeto da sua prestação de serviço.

que o serviço seja prestado por pessoa jurídica, deve ser assegurada a existência de controles internos que garantam a independência e o dever fiduciário de seus profissionais para com o fundo e impeça eventuais conflitos de interesses, sendo obrigatório segregar, inclusive, as instalações físicas, os equipamentos e os arquivos comuns da empresa (arts. 18 e 20).⁷⁹⁻⁸⁰

Na atual era da sociedade em rede, em que algoritmos são capazes de prever tendências financeiras e movimentações na bolsa de valores, a regulamentação também parece estar atenta à utilização da inteligência artificial no mercado de capitais.⁸¹⁻⁸²⁻⁸³ Nesse contexto, o art. 16 da Instrução CVM n.º 592/2017 estabelece que as responsabilidades do Consultor não são mitigadas,

⁷⁹. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 18 – *O consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve garantir, por meio de regras, procedimentos e controles internos adequados, o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes, referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade de consultoria de valores mobiliários e aos padrões ético e profissional.*

§ 1.º – *As regras, procedimentos e os controles internos mencionados no caput devem ser suficientes e adequados para: I – assegurar que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à consultoria de valores mobiliários atuem com independência e o devido dever fiduciário para com seus clientes; II – impedir que seus interesses comerciais, ou aqueles de seus clientes, influenciem seu trabalho; III – identificar, administrar e mitigar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a independência das pessoas que desempenhem funções ligadas à consultoria de valores mobiliários; IV – diante de uma situação de conflito de interesses, informar ao cliente o potencial conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma recomendação de investimento; V – segregar as diversas atividades que desempenhem, nos termos do art. 20 da presente Instrução; VI – assegurar a existência de testes periódicos de segurança para os sistemas de informações, em especial para os mantidos em meio eletrônico.*

⁸⁰. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 20 – *O exercício da consultoria de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais objetivando: I – garantir a segregação física de instalações entre a área responsável pela consultoria de valores mobiliários e as áreas responsáveis pela gestão, intermediação, distribuição, estruturação e originação de valores mobiliários ou produtos que sejam objeto de orientação, recomendação e aconselhamento pelo consultor de valores mobiliários; II – o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa; III – a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente; IV – o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais.*

⁸¹. LI, Yelin; HUI, Bu; LI, Jiahong; WU, Junjie. The role of text-extracted investor sentiment in Chinese stock price prediction with the enhancement of deep learning. In: *International Journal of Forecasting*, Amsterdam: Elsevier, 2020.

⁸². NOSS, Joseph. The Fractal Market Hypothesis and Its Implications for the Stability of Financial Markets. In: *Bank of England Financial Stability Paper*, London: Bank of England, 2013.

⁸³. GIOACOMEL, Felipe dos Santos. *Um método algorítmico para operações na bolsa de valores baseado em ensembles de redes neurais para modelar e prever os movimentos dos mercados de ações*. Porto Alegre: PPGC da UFRGS, 2016, pp. 18–25.

caso sistemas automatizados sejam utilizados para o oferecimento de suas orientações, suas recomendações e seus aconselhamentos.⁸⁴

Inegavelmente, aquele que se dispõe a oferecer o serviço de consultoria de valores mobiliários deve ter um perfil íntegro e uma reputação ilibada, ficando sujeito a averiguação. Por esse motivo, conforme o art. 13 da Instrução CVM n.º 592/2017, é mandatório que o Consultor elabore e compartilhe com seus clientes a sua política de negociação, disponibilizando, de maneira concreta e transparente, as informações necessárias sobre a prestação dos seus serviços.⁸⁵

Além da possibilidade de contratação de um Consultor, vale ressaltar que, para a constituição de um conselho consultivo, um comitê técnico ou um comitê de investimentos, é necessário que as atribuições, a composição e os requisitos para a convocação e a deliberação desses órgãos específicos sejam previstos pelo regulamento do fundo (art. 84, § 1.º, da Instrução CVM n.º 555/2014). A existência de conselhos e comitês também não exclui as responsabilidades dos demais prestadores de serviços do fundo e, pelo mesmo motivo, não exime o Administrador ou o Gestor de suas responsabilidades sobre a carteira do fundo (art. 84, *caput* e § 2.º, da Instrução CVM n.º 555/2014).

⁸⁴. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 16 – *A prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários com a utilização de sistemas automatizados ou algoritmos está sujeita às obrigações e regras previstas na presente Instrução e não mitiga as responsabilidades do consultor em relação às orientações, recomendações e aconselhamentos realizados.*

Parágrafo único – O código-fonte do sistema automatizado ou o algoritmo deve estar disponível para a inspeção da CVM na sede da empresa em versão não compilada.

⁸⁵. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 13 – *O consultor de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve manter página na rede mundial de computadores com as seguintes informações atualizadas: I – formulário de referência, cujo conteúdo deve refletir o Anexo 14-II; II – código de ética, de modo a concretizar os deveres do consultor previstos no art. 15 desta Instrução; III – regras, procedimentos e descrição dos controles internos, elaborados para o cumprimento desta Instrução; IV – política de negociação de valores mobiliários por administradores, empregados, colaboradores e pela própria empresa.*

Parágrafo único – O consultor pessoa natural deve elaborar a política de negociação mencionada no inciso IV do caput e entregar uma cópia para cada um de seus clientes, salvo se possuir página na rede mundial de computadores, hipótese na qual o consultor pode manter tal documento na referida página.

4.4. A TESOURARIA, O CONTROLE E O PROCESSAMENTO DE ATIVOS.

Tratando-se de um condomínio titular de direito real sobre um conjunto de cotas destinado à aplicação em ativos financeiros que efetua operações com valores mobiliários por meio da prestação de serviços especializados, o fundo deve manter as rédeas sobre a entrada e a saída de recursos, especialmente porque, “quando o investidor aplica seu dinheiro em um fundo, ele está adquirindo uma determinada quantidade de cotas, cujo valor é diariamente apurado”.⁸⁶

A essa função operacional, responsável pela organização e pelo controle de fluxo monetário, gastos e rendimentos, servem a atividade de tesouraria, controle e processamento de ativos financeiros, prevista no art. 78, § 2.º, III, da Instrução CVM n.º 555/2014.⁸⁷

Quando um fundo é administrado por instituição financeira, o art. 79, § 5.º, da Instrução CVM n.º 555/2014 dispensa a contratação terceirizada para essas atividades quando já são executadas diretamente pelo Administrador.⁸⁸ Inobstante, assim como a gestão, entende-se que os serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos carregam tarefa primordial.

4.5. A DISTRIBUIÇÃO DE COTAS.

Para que sejam oferecidas cotas a investidores, objetivando a captação de recursos para aplicação em ativos, o Administrador pode contratar, em nome do fundo, a prestação de serviços de um Distribuidor, como um “intermediário contratado pelo administrador em nome do fundo para realizar a

⁸⁶. Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4.ª ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 97.

⁸⁷. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 2.º – *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: (...) III – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros.*

⁸⁸. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 79, § 5.º – *Os fundos administrados por instituições financeiras não precisam contratar o serviço previsto no inciso III do § 2º do art. 78 quando este for executado pelo seu administrador, que neste caso fica considerado autorizado para a sua prestação.*

distribuição de suas cotas”, entendendo-se intermediário como uma “instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários”.⁸⁹

A partir de uma interlocução com o Administrador, o Distribuidor assumirá o papel de ofertar ao público-alvo, compartilhando o material de divulgação do fundo, como, por exemplo, a lâmina de informações essenciais, o regulamento e o prospecto, de maneira a identificar a política de investimento e as principais características do fundo.⁹⁰⁻⁹¹

É por meio da contratação de intermediário para a distribuição de cotas, previsto no art. 78, § 2.º, IV, da Instrução CVM n.º 555/2014, que se viabiliza, portanto, o ingresso de novos cotistas no fundo e, por conseguinte, a captação de recursos.⁹² Isso permitirá, em sequência, a subscrição e integralização do valor das cotas do fundo, o que deve ser realizado em moeda corrente nacional.

Diante da importância desse serviço voltados ao público, somente instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição podem realizar essa atividade, conforme o art. 17, *caput*, da Instrução CVM n.º 555/2014.⁹³

⁸⁹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: XX – distribuidor: intermediário contratado pelo administrador em nome do fundo para realizar a distribuição de suas cotas; XXXII – intermediário: instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.*

⁹⁰. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 17, § 2.º – *O administrador é obrigado a: I – fornecer aos distribuidores todo o material de divulgação do fundo exigido pela regulamentação em vigor, respondendo pela exatidão das informações contidas no referido material; II – informar aos distribuidores qualquer alteração que ocorra no fundo, especialmente se decorrente da mudança do regulamento, hipótese em que o administrador substituirá imediatamente o material de divulgação em poder dos distribuidores contratados.*

⁹¹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 25, § 2.º – *O administrador e o distribuidor devem disponibilizar ao cotista versões vigentes do regulamento e atualizada da lâmina de informações essenciais, se houver.*

⁹². Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 2.º – *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: (...) IV – distribuição de cotas.*

⁹³. Instrução CVM n.º 555/2014, 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.*

4.6. A ESCRITURAÇÃO DA EMISSÃO E RESGATE DE COTAS.

Como visto anteriormente, a qualidade de cotista caracteriza-se pela inscrição do seu nome no livro de cotistas, momento em que assume o direito de propriedade sobre as cotas do fundo de investimento.⁹⁴ Da mesma maneira, uma vez apresentado o pedido de resgate pelo cotista, deve ocorrer a conversão das cotas em valor líquido e, em sequência, o pagamento, pelo fundo, da quantia correspondente às respectivas cotas de sua propriedade, em cumprimento aos arts. 2.º, XVIII, e 37, I a III, da Instrução CVM n.º 555/2014.⁹⁵⁻⁹⁶

Para tanto, a contratação de serviço de escrituração, previsto no art. 78, § 2.º, V, da Instrução CVM n.º 555/2014, confere agilidade à rotina do fundo, efetivando a aplicação e o resgate de cotas do fundo, o que pode ser efetuado, por exemplo, através de dinheiro em conta corrente, cheque, ordem de pagamento ou títulos e/ou valores mobiliários.⁹⁷⁻⁹⁸

O Escriturador é responsável por manejar os registros da titularidade dos valores mobiliários, bem como de movimentações ou gravames nas contas, repassando os valores devidos, mantendo à disposição os registros que compõem a escrituração das contas e atendendo às solicitações do fundo.

⁹⁴. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: XIV – cotista: aquele que detém cotas de um fundo de investimento, mediante sua inscrição no livro de cotistas do fundo, que pode se dar inclusive por meio de sistemas informatizados.*

⁹⁵. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: (...) XVII – data de pagamento de resgate: a data do efetivo pagamento, pelo fundo, do valor líquido devido ao cotista que efetuou pedido de resgate; XVIII – data do pedido de resgate: a data em que o cotista solicita o resgate de parte ou da totalidade das cotas de sua propriedade.*

⁹⁶. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 37 – *O resgate de cotas de fundo obedece às seguintes regras: I – o regulamento deve estabelecer os prazos entre a data do pedido de resgate, a data de conversão de cotas e a data do pagamento do resgate; II – a conversão de cotas deve se dar pelo valor da cota do dia na data de conversão, observada, se for o caso, a forma de cálculo da cota do dia admitida pelo § 1º do art. 16; III – o pagamento do resgate deve ser efetuado em cheque, crédito em conta corrente ou ordem de pagamento, no prazo estabelecido no regulamento, que não pode ser superior a 5 (cinco) dias úteis, contado da data da conversão de cotas, ressalvadas as hipóteses do inciso IV do art. 125 e art. 129.*

⁹⁷. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 2.º – *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: (...) V – escrituração da emissão e resgate de cotas.*

⁹⁸. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: XXII – escrituração: termo definido em norma própria que trata da prestação de serviços de escrituração.*

De modo pormenorizado, a Instrução CVM n.º 543/2013 regulamenta a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários, delimitando que essa atividade compreende: (i) a abertura e manutenção de livros de registro em sistemas informatizados; (ii) o registro das informações sobre a titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes; (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 à aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; (v) o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários.⁹⁹

Apenas instituições financeiras autorizadas pela CVM podem prestar serviços de escrituração de valores mobiliários, motivo pelo qual o exercício dessa atividade deve ser necessariamente precedido de um pedido de autorização por meio de processo administrativo perante a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (“SMI”).¹⁰⁰⁻¹⁰¹⁻¹⁰²

Tratando-se de objeto de direito real, o registro efetuado pelo Escriturador atribui ao cotista titularidade sobre os valores mobiliários, conforme assegura o art. 19 da Instrução CVM n.º 543/2013.¹⁰³ Nesse contexto, o registro das informações relativas à titularidade sobre os ativos deve ser realizada em

⁹⁹. Instrução CVM n.º 543/2013, art. 1.º, § 1.º – *A prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários compreende: 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 à aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; V – o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários.*

¹⁰⁰. Instrução CVM n.º 543/2013, art. 1.º, caput – *O serviço de escrituração de valores mobiliários deve ser prestado por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM nos termos da presente Instrução.*

¹⁰¹. Instrução CVM n.º 543/2013, art. 4.º – *Podem requerer autorização para a prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários as instituições financeiras.*

¹⁰². Instrução CVM n.º 543/2013, art. 6.º, caput – *O pedido de autorização para prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários deve ser encaminhado à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI, mediante a apresentação de requerimento instruído com os documentos descritos no Anexo 6 da presente Instrução.*

¹⁰³. Instrução CVM n.º 543/2013, art. 19 – *O registro efetuado na conta de valores mobiliários atribui titularidade sobre os valores mobiliários e, sem prejuízo da observância de outros requisitos legais ou regulamentares, deve refletir a existência de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames ou ônus.*

uma conta individualizada em nome do respectivo titular, nos termos do art. 13 da Instrução CVM n.º 543/2013.¹⁰⁴

Considerando essa relevância para o direito de propriedade, o art. 13 da Instrução CVM n.º 543/2013 determina normas contratuais típicas a serem observadas na prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários, devendo o instrumento, necessariamente, conter: (i) exigência de que somente o Escriturador pode praticar os atos de escrituração; (ii) regras aplicáveis ao atendimento dos cotistas; (iii) descrição dos procedimentos operacionais a serem observados para garantir as obrigações, os deveres e as responsabilidades do Escriturador e do fundo; (iv) a confidencialidade das informações.¹⁰⁵

Assim como o art. 92 da Instrução CVM n.º 555/2014 e o arts. 15 e 17 da Instrução CVM n.º 592/2017 impõem regras de lealdade e deveres anexos de conduta, respectivamente, ao Administrador, ao Gestor e ao Consultor, o art. 21 da Instrução CVM n.º 543/2013 também determina um *guideline* ao Escriturador, impondo o dever de exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos cotistas, mantendo contas de valores mobiliários individualizadas em nome dos titulares, assegurando que os registros relativos às transferências e constituições de direitos sejam feitos no menor prazo possível e garantir a segurança e a confiabilidade de seu sistema de escrituração.¹⁰⁶

¹⁰⁴. Instrução CVM n.º 543/2013, art. 13 – *Durante o período de vigência do contrato de escrituração de valores mobiliários, as inserções das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários devem ser realizadas em contas de valores mobiliários individualizadas, abertas em nome de cada titular de valor mobiliário.*

¹⁰⁵. Instrução CVM n.º 543/2013, art. 11 – *A prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários deve ser objeto de contrato específico celebrado entre o emissor do valor mobiliário e o escriturador que deve dispor, no mínimo, sobre: I – a exigência de que somente o escriturador pode praticar os atos de escrituração dos valores mobiliários objeto do contrato; II – as regras aplicáveis ao atendimento dos titulares dos valores mobiliários; III – a descrição dos procedimentos operacionais que disponham sobre obrigações, deveres e responsabilidades do escriturador e do contratante; IV – a confidencialidade das informações.*

¹⁰⁶. Instrução CVM n.º 543/2013, art. 21 – *O escriturador deve: I – exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos emissores e dos titulares de valores mobiliários, sendo vedado privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas; II – manter contas de valores mobiliários individualizadas em nome dos titulares do valor mobiliário; III – assegurar que os registros relativos às transferências e constituições de direitos, de fruição ou de garantia, assim como outros gravames sobre os valores mobiliários escriturados sejam feitos no menor prazo possível e que estejam amparados em documentos juridicamente válidos; IV – efetuar, no menor prazo possível e sem prejuízo da segurança necessária, as transferências, inscrições e averbações nas contas de valores mobiliários no depósito centralizado, sendo que, quando se tratar de transferência para conta de mesma titularidade, esta deve ser efetuada no*

4.7. A CUSTÓDIA DE ATIVOS.

Os resultados obtidos pela carteira do fundo são incorporados ao patrimônio comum, de maneira que os cotistas são remunerados pela valorização de suas respectivas cotas.¹⁰⁷ Isso significa que “as negociações efetuadas nos mercados são posteriormente compensadas e liquidadas. É o momento da pós-negociação, quando ocorre a entrega dos ativos e a realização dos pagamentos. Esse papel é cumprido pelas câmaras de compensação e liquidação, criadas a fim de mitigar os riscos financeiros sistêmicos, atuando como contraparte central de todas as negociações”.¹⁰⁸ Por isso, todas as entidades de compensação e liquidação “estão sujeitas à regulamentação pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central e pela CVM, nos termos da Lei n.º 10.214/2001”.¹⁰⁹

prazo máximo de 7 (sete) dias úteis contado do recebimento da documentação completa do cliente; V – tomar todas as medidas cabíveis para o pagamento de proventos deliberados e pagos pelo emissor, quando o titular do valor mobiliário não possuir informações cadastrais atualizadas; VI – responder pela legitimidade e pela veracidade dos registros das movimentações efetuadas e da titularidade dos valores mobiliários; VII – registrar nas contas de valores mobiliários as modificações dos valores mobiliários, após recebimento de instrução do contratante que comunique os eventos sobre eles incidentes; VIII – praticar os atos de sua responsabilidade envolvidos com o repasse aos investidores e aos depositários centrais dos valores devidos por força de eventos incidentes sobre os valores mobiliários; IX – repassar ao contratante os valores previamente recebidos dos investidores, relativos ao exercício de direitos de subscrição e conversões, entre outros; X – registrar os direitos de fruição ou de garantia, assim como outros gravames sobre os valores mobiliários, quando solicitado pelos respectivos titulares, diretamente ou por meio de seus representantes, nos termos da regulação pertinente, ou por determinação judicial, quando for o caso; XI – manter à disposição da CVM os registros que compõem a escrituração das contas de valores mobiliários, bem como os documentos que a eles se referam; XII – adotar regras, procedimentos e controles internos que assegurem a fiscalização posterior das posições mantidas nas contas de valores mobiliários; XIII – garantir a segurança, eficiência e confiabilidade operacional dos sistemas de escrituração das contas de valores mobiliários; XIV – prevenir, controlar e corrigir irregularidades nos registros dos valores mobiliários; XV – adotar os procedimentos necessários ao cumprimento de solicitações dos custodiantes para a realização de depósito de valores mobiliários escriturais junto a depositário central, observados os procedimentos prévia e expressamente estabelecidos pelo escriturador e pelo depositário central; XVI – criar mecanismos a fim de assegurar a completa segregação de atividades e o sigilo sobre as posições detidas; XVII – divulgar, na sua página na rede mundial de computadores, os documentos necessários para a realização da transferência a que se refere o inciso IV.

¹⁰⁷. FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 140.

¹⁰⁸. PARENTE, Norma Jonssen. CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Opus citatum*, p. 459.

¹⁰⁹. *Ibidem*, p. 459.

É nesse contexto normativo-regulatório do sistema de distribuição de valores mobiliários que os custodiantes aparecem como partícipes do mercado, conforme o art. 1.º, VI, e 24 da Lei n.º 6.385/1976 e o art. 78, § 2.º, VI, da Instrução CVM n.º 555/2014.¹¹⁰⁻¹¹¹ Nos termos do art. 24 da Lei n.º 6.385/1976, a custódia de valores mobiliários é atividade privativa de instituição financeira, entidades de compensação e das entidades autorizadas, na forma da lei, a prestar serviços de depósito centralizado.

Conforme estabelece o dispositivo, compete à CVM autorizar 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, considerando como custódia de valores mobiliários “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”.

É tão sensível e vital a atuação do custodiante que o art. 25 da Lei n.º 6.385/1976 prevê cautela para seu exercício, determinando que, “salvo mandato expresso com prazo não superior a um ano, o administrador de carteira e o depositário de valores mobiliários não podem exercer o direito de voto que couber às ações sob sua administração ou custódia”. Isto parece indicar a conexão estreita que existe entre a atuação do custodiante e a higidez dos negócios do fundo, que dependem do pulsar dessa atividade específica para a eficácia de suas realizações.

Os prestadores de serviço ligados à compensação e à liquidação de débitos estão conectados a um fazer que se insere como elemento fundamental à “solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro”, pondo em prática mecanismos de segurança adequados ao controle de riscos, nos termos do art.

¹¹⁰. O Custodiante é aquele “responsável pela ‘guarda’ dos ativos do fundo, podendo ele ser indicado no regulamento ou atuar por delegação do administrador. Responde pelos dados e pelo envio de informações dos fundos para os gestores e administradores” (FERREIRA, Adriana Nunes. *Opus citatum*, p. 290).

¹¹¹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 2.º – 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: (...) VI – custódia de ativos financeiros.

4.º, *caput* e § 3.º, da Lei n.º 10.214/2001. Já o art. 41 da Lei n.º 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas ou LSA) prevê a propriedade fiduciária das ações por parte da depositária.¹¹²

No art. 38 da Lei n.º 6.385/1976, estão fixadas atividades sob a responsabilidade do custodiante. Nesse longo rol de comportamentos negociais decorrentes da custódia, estão elencados deveres de conduta e deveres de prestação.

Assim como a atividade da administração de carteiras encontra diretrizes regulatórias na Instrução CVM n.º 558/2015, a consultoria na Instrução CVM n.º 592/2017 e a escrituração de emissão e resgate na Instrução CVM n.º 543/2013, a regulamentação dos serviços de custódia foi aperfeiçoada por ato normativo específico na Instrução CVM n.º 542/2013.

Nos termos do art. 1º, § 2.º, da referida Instrução Normativa, os serviços de custódia prestados a investidores compreendem: (a) a conservação, o controle e a conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor; (b) o tratamento das instruções de movimentação recebidas dos investidores ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; e (c) o tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados.

Com o art. 9.º da Instrução CVM n.º 542/2013, o contrato de prestação de serviços de custódia passou a ser regido de forma a obrigatoriamente conter as regras de transmissão de ordens entre o investidor e o custodiante, também obrigando o prestador de serviço à guarda física de valores mobiliários e à descrição dos riscos inerentes aos serviços de custódia.

Podem requerer autorização para a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários.

Essa prestação de serviço é marcada, assim, pelo exercício da boa-fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos investidores, zelo pela

¹¹². *Ibidem*, p. 460.

guarda de papéis e o compromisso com a informação eficiente, prestada no momento certo e da forma certa, com eficiência e correção. Trata-se do “padrão-chave de comportamento que a Instrução CVM n.º 542/2013 impõe expressamente ao custodiante e ‘do qual se desdobram os demais deveres’”.¹¹³

4.8. A CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO.

Entre os terceiros com quem o Administrador pode contratar em nome do fundo, também se encontra a agência de classificação de risco, uma pessoa jurídica que exerce profissionalmente a atividade de opinar sobre a qualidade de ativos financeiros emitidos no mercado de valores mobiliários, bem como créditos ou dívidas de emissores de títulos de participação ou de uma operação estruturada, nos termos dos arts. 2.º, II, e art. 78, § 2.º, VII, da Instrução CVM n.º 555/2014.¹¹⁴⁻¹¹⁵

A agência classificadora de risco tem a sua atividade regulamentada pela Instrução CVM n.º 521/2012, devendo ser registrada perante a CVM, caso domiciliada no Brasil, ou registrada perante autoridade estrangeira com a qual a

¹¹³. MIRANDA, Túlio Almeida de. *Uma análise das funções, deveres e responsabilidades dos custodiantes de fundos de investimentos*, Trabalho de Conclusão de Curso apresentado na FGV-RJ em 2019.

¹¹⁴. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 2.º - *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: II – agência de classificação de risco de crédito: pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários.*

¹¹⁵. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 2.º – *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: (...) VII – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito.*

CVM tenha celebrado acordo de cooperação, caso domiciliada no exterior.¹¹⁶⁻¹¹⁷⁻¹¹⁸

A classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários avalia a situação creditícia de um emissor ou de um ativo financeiro, materializando a sua opinião em um *relatório de classificação de risco*, no bojo do qual devem ser expostas as metodologias de análise passíveis de verificação objetiva.¹¹⁹⁻¹²⁰

Nem sempre esse serviço se mostra necessário. Para fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDIC), por exemplo, é dispensável a contratação de agência classificadora de risco quando constituídos na forma de condomínio fechado, nos termos do art. 23-A da Instrução CVM n.º 356/2001.¹²¹

¹¹⁶. Instrução CVM n.º 521/2012, art. 1.º, caput – *Considera-se, para os efeitos desta Instrução: I – agência de classificação de risco de crédito: pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários; II – classificação de risco de crédito: 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.*

¹¹⁷. Instrução CVM n.º 521/2012, art. 2.º – *A classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários é atividade privativa de agência de classificação de risco de crédito registrada, no caso de agência domiciliada no Brasil, ou reconhecida, no caso de agência domiciliada no exterior, pela CVM.*

¹¹⁸. Instrução CVM n.º 521/2012, art. 5.º – *Para fins de obtenção e de manutenção do reconhecimento pela CVM, a agência de classificação de risco de crédito não domiciliada no Brasil deve atender os seguintes requisitos: I – estar registrada e submetida à supervisão por autoridade competente em seu país de origem; II – estar regulada por normas ao menos equivalentes às disposições desta Instrução; III – constituir representante legal no Brasil, com poderes expressos para receber, em nome da agência de classificação de risco de crédito, quaisquer citações, intimações ou notificações.*

§ 1.º – *Para os efeitos do inciso I do caput, considera-se autoridade competente aquela com a qual a CVM tenha celebrado acordo de cooperação mútua que permita o intercâmbio de informações sobre os seus supervisionados, ou que seja signatária do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV/IOSCO.*

¹¹⁹. Instrução CVM n.º 521/2012, art. 10, caput – *A agência de classificação de risco de crédito deve adotar providências para evitar a emissão de qualquer classificação de risco de crédito que: I – contenha declarações falsas; II – induza o usuário a erro quanto à situação creditícia de um emissor ou de um ativo financeiro.*

¹²⁰. Instrução CVM n.º 521/2012, art. 15 – *Os relatórios de classificação de risco de crédito devem ser elaborados em estrita observância aos procedimentos e metodologias adotados pela agência.*

¹²¹. Instrução CVM n.º 356/2001, art. 23-A – *Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que: I – as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável; II – o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na*

Do mesmo modo que os serviços de administração, gestão, consultoria e escrituração, a classificação de risco também deve seguir normas

operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; III – seja estabelecido no regulamento do Fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigado o prévio registro nesta CVM, nos termos do art. 2º, §2º da Instrução CVM nº 400/03, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco ora dispensado.

de conduta específicas da sua atividade, nos termos dos arts. 19, 20, 21, 22, 23, 24 e 25 da Instrução CVM n.º 521/2012.¹²²⁻¹²³⁻¹²⁴⁻¹²⁵⁻¹²⁶⁻¹²⁷⁻¹²⁸

¹²². Instrução CVM n.º 521/2012, art. 19 – *A agência de classificação de risco de crédito deve: I – exercer suas atividades com probidade, boa fé e ética profissional; II – comunicar à CVM, tão logo tenha conhecimento, condutas dos analistas e demais pessoas envolvidas no processo de emissão de classificação de risco de crédito que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM; III – diante de uma situação de conflito de interesses, informar à requerente que está agindo em conflito de interesses e quais as fontes desse conflito, antes de emitir a classificação de risco; IV – rever todo o trabalho relevante do analista de classificação de risco de crédito nos 2 (dois) anos anteriores à sua saída dos quadros de empregados da agência de classificação de risco de crédito, caso tenha ido trabalhar para entidades avaliadas ou partes a elas relacionadas; V – elaborar código de conduta.*

¹²³. Instrução CVM n.º 521/2012, art. 20 – *O código de conduta da agência de classificação de risco de crédito deve dispor, no mínimo, sobre: I – a adoção de procedimentos que assegurem a qualidade do processo de emissão da classificação de risco; II – o compromisso de busca por informações idôneas e fidedignas para serem utilizadas na elaboração de suas classificações de risco; III – o monitoramento e a atualização das classificações de risco, exceto para aquelas com indicação clara de que não há acompanhamento em base contínua, contemplando: a) revisão regular da situação creditícia da entidade avaliada; b) revisão da classificação de risco após ter conhecimento de qualquer informação que possa resultar em uma ação da agência, de acordo com a metodologia aplicável; c) atualização da classificação, conforme o caso, em tempo hábil, com base nos resultados das revisões descritas nas alíneas “a” e “b”; IV – a independência da agência, dos analistas de classificação de risco de crédito e das demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco, inclusive quanto à política de remuneração e de segregação de atividades; V – a adoção de mecanismos de identificação, eliminação, gerenciamento e divulgação de situações de conflito de interesses no exercício da atividade de classificação de risco de crédito; VI – o tratamento de informação confidencial; VII – a política de negociação dos termos do contrato com as entidades avaliadas; VIII – a adoção de política de negociação de valores mobiliários pelos analistas de classificação de risco de crédito e pelas demais pessoas envolvidas na emissão da classificação de risco.*

¹²⁴. Instrução CVM n.º 521/2012, art. 21 – *Os analistas e demais pessoas envolvidas na emissão da classificação de risco não devem: I – solicitar nem aceitar dinheiro, presentes ou favores de quem tenha relações comerciais com a agência de classificação de risco de crédito; II – omitir do administrador responsável pela supervisão do cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução qualquer informação sobre eventuais irregularidades cometidas por outras pessoas envolvidas no processo de emissão de classificação de risco de crédito.*

¹²⁵. Instrução CVM n.º 521/2012, art. 22 – *É vedado à agência de classificação de risco de crédito: I – emitir classificações de risco com a finalidade de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida; II – omitir informação sobre conflito de interesses; III – permitir que os analistas de classificação de risco de crédito ou as demais pessoas envolvidas no processo de emissão de classificação de risco participem do processo de negociação dos termos de contratação do serviço; IV – condicionar a remuneração e avaliação de desempenho dos analistas de classificação de risco de crédito e das demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco à receita oriunda de entidade avaliada ou de parte a ela relacionada; V – fornecer para a entidade avaliada ou para parte a ela relacionada serviços de consultoria ou quaisquer outros serviços que possam comprometer a independência do trabalho da agência; VI – fazer propostas ou recomendações, formal ou informalmente, relativas a ativos financeiros sobre os quais a agência deve emitir uma classificação; VII – emitir ou continuar acompanhando a classificação de risco, caso: a) a agência detenha, direta ou indiretamente, ativos financeiros da entidade avaliada ou de parte a ela relacionada; b) a entidade avaliada ou parte a ela relacionada faça parte do bloco de controle, direta ou indiretamente, da agência de classificação de risco de crédito; c) os analistas ou as demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco detenham, direta ou indiretamente, ativos financeiros de entidade por eles avaliada ou de parte a ela relacionada; d) os analistas ou as demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco sejam membros do conselho de administração ou tenham algum poder de ingerência sobre a entidade avaliada; e) os analistas ou as demais*

4.9. A FORMAÇÃO DE MERCADO.

No mercado de capitais, é possível que ocorram movimentos artificiais nos preços dos ativos financeiros, bem como inconsistências de liquidez, dificultando a emissão e a negociação de valores mobiliários.¹²⁹ Diante disso, o art. 78, § 2.º, VIII, da Instrução CVM n.º 555/2014 prevê a possibilidade de o Administrador contratar, em nome do fundo, a prestação de serviços de um formador de mercado.¹³⁰

Até pouco tempo, a atividade de formador de mercado era regulada pela Instrução CVM n.º 384/2003. Em 10.06.2022, sobreveio a Resolução CVM n.º 133/2022, que revogou a Instrução Normativa para estabelecer uma nova regulamentação sobre esses serviços.

peças envolvidas no processo de emissão da classificação de risco tenham mantido qualquer relação com a entidade avaliada ou com parte a ela relacionada que possa causar conflito de interesses; f) não existam dados confiáveis ou a complexidade da estrutura do novo tipo de ativo financeiro possa pôr em risco a qualidade da classificação de risco a ser emitida.

^{126.} Instrução CVM n.º 521/2012, art. 23 – *É vedado aos analistas de classificação de risco de crédito e às demais pessoas envolvidas na emissão da classificação de risco participar ou influenciar de qualquer modo a classificação de risco da entidade avaliada caso: I – detenham, direta ou indiretamente, ativos financeiros da entidade avaliada ou de parte a ela relacionada, aplicando-se o disposto no § 2º do art. 22; II – tenham mantido qualquer relação com a entidade avaliada ou parte a ela relacionada que possa causar conflito de interesses.*

^{127.} Instrução CVM n.º 521/2012, art. 24 – *A agência de classificação de risco de crédito deve implantar regras, procedimentos e controles internos que viabilizem o permanente atendimento às normas e regulamentações vigentes, referentes à própria atividade de classificação de risco de crédito e aos padrões ético e profissional aplicáveis.*

^{128.} Instrução CVM n.º 521/2012, art. 25 – *A agência de classificação de risco de crédito deve organizar suas atividades de forma a: I – assegurar que os analistas de classificação de risco de crédito e as demais pessoas envolvidas na emissão da classificação de risco desempenhem sua função com independência; II – ter controle sobre as informações confidenciais a que tenham acesso seus administradores, analistas de classificação de risco de crédito e demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco; III – punir infrações ao código de conduta; IV – identificar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade dos analistas de classificação de risco de crédito e demais pessoas envolvidas no processo de emissão de classificação de risco e das notas por eles atribuídas, eliminá-los ou administrá-los, conforme o caso, e divulgar; V – divulgar eventual rodízio dos analistas de classificação de risco de crédito, caso adotado pela agência; VI – implementar programas de treinamento dos analistas de classificação de risco de crédito e demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco, a fim de dar plena efetividade às regras previstas no art. 24; VII – assegurar que os empregados que prestarem informações sobre eventuais irregularidades cometidas por outras pessoas não sofrerão consequências negativas em função desta atitude.*

^{129.} JÚNIOR, Ruy Rosado de Aguiar. *Aspectos dos Fundos de Investimento*. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). *Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012, p. 79.

^{130.} Instrução CVM n.º 555/2014, art. 78, § 2.º – *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: (...) VIII – formador de mercado.*

O formador de mercado é uma pessoa jurídica, devidamente cadastrada, que se responsabiliza por fomentar a liquidez de valores mobiliários admitidos à negociação em determinado mercado.¹³¹ Em outras palavras, o ato de formar mercado consiste na prestação de serviço por um terceiro que auxilia a evitar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários, por meio de ofertas de compra e venda regulares e contínuas durante determinada sessão de negociação.¹³²

Por força do art. 79, § 7.º, da Instrução CVM n.º 555/2014, o Administrador só pode contratar como formador de mercado uma pessoa jurídica que não seja administradora, gestora ou parte relacionada ao fundo, bem como seja devidamente cadastrada junto às entidades administradoras dos mercados organizados em que as cotas do fundo são admitidas à negociação.¹³³

Diante da sensibilidade da atuação desses profissionais, tanto o início quanto o término da contratação do serviço do formador de mercado devem ser noticiados como fato relevante a todos os cotistas, bem como à entidade administradora do mercado onde as cotas são negociadas, nos termos dos arts. 60 e 79, § 6.º, da Instrução CVM n.º 555/2014.¹³⁴⁻¹³⁵

Vale registrar que, em 2021, a CVM concedeu autorização pleiteada pela B3 para que fundos de investimento em geral atuem como formadores de

¹³¹. Resolução CVM n.º 133/2022, art. 2.º – *A atividade de formador de mercado deve ser exercida por pessoas jurídicas cadastradas pelas entidades administradoras de mercado organizado para a realização de operações destinadas a fomentar a liquidez de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados por elas administrados.*

¹³². Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/formador-de-mercado/como-funciona/sobre-o-formador-de-mercado.htm#:~:text=O%20formador%20de%20mercado%20%C3%A9,artificiais%20nos%20pre%C3%A7os%20dos%20produtos. Acesso em 28.10.2022.

¹³³. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 79, § 7.º – *O administrador só está autorizado a contratar, para a prestação do serviço de que trata o inciso VIII do § 2º do art. 78, pessoa jurídica que: I – seja devidamente cadastrada junto às entidades administradoras dos mercados organizados em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação, observada a regulamentação em vigor; II – não seja o administrador, gestor do fundo ou parte a eles relacionada.*

¹³⁴. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 60 – *O administrador é obrigado a divulgar imediatamente a todos os cotistas na forma prevista no regulamento do fundo e por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM, e para a entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira.*

¹³⁵. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 79, § 6.º – *A contratação e o término da prestação do serviço de que trata o inciso VIII do § 2º do art. 78 devem ser divulgados como fato relevante nos termos do art. 60.*

mercado em programas disponibilizados na bolsa de valores, quando não houver vínculo de prestação de serviço entre o formador de mercado e os emissores dos valores mobiliários ou outro contratante, como se vê:

“Segundo a B3, a Instrução CVM nº 555/2014, ao regular a administração e o funcionamento de fundos, e a Instrução CVM nº 356/2001, em relação aos fundos de investimento em direitos creditórios, não vedariam a atuação de fundos como formadores de mercado. Entretanto, o art. 2º da Instrução CVM nº 384/2003 exigiria que a atividade de formador de mercado fosse exercida por pessoa jurídica, o que impediria, a princípio, a atuação de fundos de investimento em geral como formadores de mercado.

(...)

Por unanimidade, acompanhando a manifestação das áreas técnicas, o Colegiado deliberou conceder a autorização pleiteada, condicionada às necessárias adaptações nos regulamentos da B3 [...]”¹³⁶

O pedido de autorização da B3 dirigia-se contra o art. 2.º da anterior Instrução CVM n.º 384/2003, que restringia a pessoas jurídicas o exercício da atividade de formação de mercado.¹³⁷ Muito embora o art. 2.º da nova Resolução CVM n.º 133/2022 não tenha alterado a redação do dispositivo para se adequar a essa orientação recente, entendemos que prevalece a autorização concedida aos fundos de investimentos para atuarem com formadores de mercado exclusivamente junto aos programas disponibilizados pela B3.

¹³⁶. CVM, Reunião do Colegiado n.º 48/2021, Processo Administrativo n.º 19957.007176/2021-54.

¹³⁷. Instrução CVM n.º 384/2003, art. 2.º – *A atividade de formador de mercado deve ser exercida por pessoas jurídicas, devidamente cadastradas, junto às bolsas de valores e às entidades de mercado de balcão organizado, interessadas na realização de operações destinadas a fomentar a liquidez de valores mobiliários com registro para negociação.*

CAPÍTULO 5 – A RESPONSABILIDADE CIVIL PERANTE OS INVESTIDORES.

5.1. A DIMENSÃO DE DEVERES LIGADOS À ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO.

Assim como em qualquer outra ramificação do Direito Privado, o mercado de capitais desperta constantemente a pergunta sobre como se devem processar as consequências de episódios detectados pelas partes, quando investidas com poderes de interpelar a outra para externar uma pretensão de conduta que juridicamente entendem poder exigir.

No âmbito dos fundos de investimento, considerando, sobretudo, a necessária existência de relações jurídicas de prestação de serviços entre terceiros e o fundo composto por investidores – para cujo patrimônio repercute a atuação destes profissionais –, é de vital importância compreender os limites dessas situações de risco e desses fatos que podem obstaculizar a marcha do *iter* de execução contratual, a fim de identificar quem responde por eventuais prejuízos causados aos cotistas em cada situação.¹³⁸

Analisando o contexto normativo-regulatório que envolve as figuras do Administrador e dos demais prestadores de serviços essenciais ao fundo, percebe-se, antes de tudo, que é inegável a responsabilidade de cada um pelos atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares. Por esse motivo, inclusive, os arts. 15 e 79, § 4.º, da Instrução CVM n.º 555/2014, impõem ao Administrador e ao Gestor a responsabilidade por danos decorrentes da inobservância da política de investimento do fundo, assim como a responsabilidade de cada prestador de serviço por atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às obrigações regulatórias.¹³⁹⁻¹⁴⁰

¹³⁸. PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 167.

¹³⁹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 15 - *Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.*

¹⁴⁰. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 79, § 4.º – *Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas*

Do mesmo modo, a divulgação de dados pelo Administrador a respeito do fundo é uma de suas tarefas mais vitais, devendo ser sempre abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, informando sobre o regulamento atualizado, a lâmina de informações essenciais atualizada, a demonstração de desempenho, a política de voto e a descrição da tributação aplicável, nos termos do art. 40, *caput*, e 60 da Instrução CVM n.º 555/2014.¹⁴¹⁻¹⁴²

A fim de não induzir o investidor a erro, o Administrador também não deve jamais deixar de apresentar informações em linguagem simples, clara e objetiva, transmitindo dados verdadeiros, completos e úteis à avaliação do investimento, como reforça o art. 40, § 1.º, da Instrução CVM n.º 555/2014.¹⁴³

Cumpra ao Administrador, inclusive, zelar pelas despesas na contratação de terceiros prestadores de serviços, de maneira a não exceder a taxa de administração fixada no regulamento, sob pena de responder pelo pagamento de quaisquer custos excedentes, conforme o art. 85, § 1.º da Instrução CVM n.º 555/2014.¹⁴⁴ De igual sorte, na forma do art. 17, § 2.º, I, da Instrução CVM n.º

competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares aplicáveis.

^{141.} Instrução CVM n.º 555/2014, art. 40 – *A divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, inclusive, mas não limitadamente, por meio da disponibilização dos seguintes materiais relacionados a cada fundo nos canais eletrônicos e nas páginas na rede mundial de computadores do administrador, do distribuidor, enquanto a distribuição estiver em curso, e da entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação: I – regulamento atualizado; II – lâmina de informações essenciais atualizada, se houver; III – demonstração de desempenho, nos termos do Anexo 56; IV – política de voto; V – descrição da tributação aplicável.*

^{142.} Instrução CVM n.º 555/2014, art. 60 – *O administrador é obrigado a divulgar imediatamente a todos os cotistas na forma prevista no regulamento do fundo e por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM, e para a entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira.*

§ 1.º – *Considera-se relevante qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter tais cotas.*

§ 2.º – *Qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira deve ser: I – divulgado por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM; II – mantido nas páginas na rede mundial de computadores do administrador e do distribuidor do respectivo fundo.*

^{143.} Instrução CVM n.º 555/2014, art. 40, § 1.º – *As informações referidas no caput devem ser: I – verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa; III – úteis à avaliação do investimento.*

^{144.} Instrução CVM n.º 555/2014, art. 85, § 1.º – *Cumpra ao administrador zelar para que as despesas com a contratação de terceiros prestadores de serviços não excedam o montante total da taxa de administração fixada no regulamento, correndo às suas expensas o pagamento de quaisquer despesas que ultrapassem esse limite.*

555/2014, o Administrador responde por eventual inexatidão das informações contidas no material de divulgação do fundo apresentado ao Distribuidor.¹⁴⁵

Ademais, ao efetuar as contratações dos prestadores de serviços, o Administrador deve realizar uma criteriosa análise prévia, além de figurar como interveniente anuente no contrato, conforme o art. 79, § 1.º, da Instrução CVM n.º 555/2014.¹⁴⁶

Essa imposição também é vista na regulamentação das demais atividades, como se vê, por exemplo, nos arts. 2.º, parágrafo único, 11 e 12 da Instrução CVM n.º 592/2017, que impõem àqueles que prestam serviços de consultoria a obrigatoriedade de instruir os seus aconselhamentos com informações verdadeiras e completas em linguagem simples, clara e objetiva, a fim de nunca induzir a erro o investidor.¹⁴⁷⁻¹⁴⁸⁻¹⁴⁹

A boa-fé, a transparência, a diligência e a lealdade impostas às atividades decorrentes da administração de uma carteira de valores mobiliários são vistas, até mesmo, nos arts. 153, 154 e 155 da Lei n.º 6.404/1976, que

¹⁴⁵. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 17, § 2.º – *O administrador é obrigado a: I – fornecer aos distribuidores todo o material de divulgação do fundo exigido pela regulamentação em vigor, respondendo pela exatidão das informações contidas no referido material.*

¹⁴⁶. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 79, § 1.º – *Compete ao administrador, na qualidade de representante do fundo, efetuar as contratações dos prestadores de serviços, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente.*

¹⁴⁷. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 2.º, parágrafo único – *Quando de sua atuação no Brasil, aplicam-se aos consultores de valores mobiliários reconhecidos de que trata o caput, além das regras dispostas nesta Instrução, as normas específicas editadas pela CVM referentes: I – ao dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; II – ao cadastro dos investidores e à prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo – PLDFT no âmbito do mercado de valores mobiliários.*

¹⁴⁸. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 11 – *As informações divulgadas pelo consultor de valores mobiliários devem ser: I – verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa.*

¹⁴⁹. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 12 – *Caso as informações divulgadas apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erro, a SIN pode exigir: I – a cessação da divulgação da informação; II – a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM.*

regulam os deveres do administrador na governança de uma sociedade anônima.¹⁵⁰⁻¹⁵¹⁻¹⁵²

Nesse contexto, é possível explorar o papel que desempenham os deveres anexos de que os deveres de conduta são espécie. Como a marca definidora do fenômeno jurídico é também a possibilidade de os mecanismos de controle da proporção do gozo dos bens entre os sujeitos darem-se de forma coercitiva, que garanta efetivamente a segurança das relações, talvez não se possa desprezar o enfrentamento da natureza jurídica desse fenômeno.

As novidades do direito contratual quanto à incidência de cláusulas gerais nos contratos firmados e quanto ao descumprimento de regras de lealdade e de deveres anexos de conduta despertam constantemente a pergunta sobre como se devem processar as consequências de episódios detectados pelas partes que não se adequam precisamente à figura do descumprimento do dever de prestação, mas, ao mesmo tempo, investem uma das partes com poderes de interpelar a outra para externar pretensão de conduta que juridicamente entende poder exigir. Sob essa perspectiva, seria possível compreender deveres de lealdade, transparência, informação e cooperação – como espécie desses deveres que regem os atos negociais e que, muitas vezes, ensejam responsabilidade contratual, pré-contratual, ou pós-contratual –, se descumpridos, nem mesmo são considerados como hipóteses de inadimplemento.¹⁵³

Há uma dimensão das consequências da quebra de deveres contratuais secundários, ou anexos, não conectados exata e diretamente com a

¹⁵⁰. Lei n.º 6.404/1976, art. 153 - *O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.*

¹⁵¹. Lei n.º 6.404/1976, art. 154 – *O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.*

¹⁵². Lei n.º 6.404/1976, art. 155 – *O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I – usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II – omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III – adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.*

¹⁵³. CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*, 8.ª ed., São Paulo: Atlas, 2008, pp. 284-287.

dever de prestação em si, decorrente do vínculo sinalagmático, mas também pertinente ao comportamento leal das partes no ambiente sociopolítico e econômico onde o negócio produz a sua eficácia, que molda e ilustra a forma do prestar dos devedores.

Como se sabe, um contrato pode distinguir duas classes de “inadimplemento”: o decorrente da quebra de deveres de prestação e o decorrente da quebra de deveres de obrigação. Não necessariamente se pode considerar, *ipso facto*, quebra do sinalagma, por exemplo, a quebra do dever de conduta. Há fatos que mais se assemelham àqueles que se pode classificar como de responsabilidade delitual, em que a parte lesada busca reprovar ou castigar – no plano civilístico e com os meios próprios do direito privado – a conduta do agente. Essa situação tem tratamento próprio.¹⁵⁴ Esses deveres têm toda a feição e estrutura de obrigações de conduta, que se constituem em deveres anexos independentes dos deveres de prestação. Essa espécie de dever anexo, ligado a regras de *compliance*, são independentes e “gozam de autonomia frente aos demais deveres impostos às partes”.¹⁵⁵

Certos deveres laterais, se descumpridos, obstaculizam por completo o proveito econômico que o contrato normalmente traria às partes, mas essa realidade não se verifica todas as vezes em que se levanta a questão da inobservância de deveres laterais, principalmente quando o próprio contrato dá a essas hipóteses soluções que possam evitar práticas sequenciais desastrosas, ou – ainda – pôr em prática providências que evitem a repercussão que contamine a economia do contrato.

Há cláusulas que modulam a forma como se devam operar as condutas esperadas pela outra parte, para que se não crie hipótese de falsa expectativa ou de se perder a economicidade do contrato por eventos posteriores que obstaculizem o resultado. Nesses casos, as cláusulas que trazem alternativas para a alteração da conduta – ao contrário de desmentir a avença – apresentam-se como instrumentos para que se atinja a plena satisfação dos

¹⁵⁴. GALVÃO TELLES, Inocêncio. *Direito de Obrigações*, 7.^a ed., Coimbra: Coimbra Editora, 1997, p. 387.

¹⁵⁵. TREVISAN, Marco Antonio. *Responsabilidade civil pós-contratual*, in NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. *Doutrinas essenciais – Responsabilidade civil*, São Paulo: RT, 2010, p. 266.

interesses contratuais e não como instrumentos para justificar a resolução ou a pretensão indenizatória.¹⁵⁶

Não é apenas a interpretação integradora do contrato um instrumental poderoso à compreensão do caso concreto: também o é a teoria da base do negócio jurídico. Ela tem a vitalidade aplicativa específica que permite corrigir o conteúdo do contrato, para que se torne conforme com novos dados de fato, especialmente econômicos, que não podiam ser amplamente verificados quando da contratação primitiva.

Ao mesmo tempo, cláusulas implícitas são de difícil interpretação, notadamente porque o método hermenêutico há de ser de análise completa das relações negociais havidas entre as partes, das cláusulas escritas interpretadas segundo a hierarquia das fontes de interpretação acordada entre as partes e, por fim, a intenção das partes.¹⁵⁷

É importante lembrar que “o texto do contrato é o conjunto das palavras que formam a declaração contratual. O contrato regula os interesses das partes no modo que seu texto dispõe, e a parte que declara querer o contrato, declara querer o regulamento correspondente àquele texto. Portanto, somos levados a sobrepor a declaração contratual e o texto contratual, e a dizer que o contrato resulta de duas declarações contratuais tendo como objeto o mesmo texto”.¹⁵⁸ Daí por que o texto contratual é de suma importância na interpretação do que realmente as partes quiseram quando celebraram uma avença.

Sobre a atuação da boa-fé objetiva no âmbito interpretativo, Judith Martins-Costa pondera que seja extraído do comportamento das partes um valor autônomo capaz de fomentar vínculos que não foram ou são estabelecidos pela

¹⁵⁶. DE OLIVEIRA, Ubirajara Mach. *Quebra positiva do Contrato*, in TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson. *Doutrinas Essenciais – Obrigações e Contratos*, São Paulo: RT, 2011, p. 839.

¹⁵⁷. BEALE, Hugh G. (editor geral). *Chitty on Contracts (The Law of Contracts)*, obra coletiva, v. I, 30.ª ed., London: Thomson Reuters/Sweet & Maxwell, 2008, p. 233.

¹⁵⁸. No original: “Il testo contrattuale è l'insieme delle parole che formano la dichiarazione contrattuale. Il contratto regola gli interessi delle parti nel modo che il suo testo dispone, e la parte che dichiara di volere il contratto dichiara di volere il regolamento corrispondente a quel testo. Perciò si è portati a sovrapporre dichiarazione contrattuale e testo contrattuale, e a dire che il contratto risulta da due dichiarazioni contrattuali aventi come oggetto il medesimo testo” (ROPPO, Vincenzo. *Il contratto*, 2.ª ed., Milano: Giuffrè, 2011, p. 184).

vontade declarada no instrumento contratual, mas reveladas pela forma como as partes se conduzem durante o negócio celebrado.¹⁵⁹

A interpretação do contrato deve ser compreensiva, vale dizer, mediante o exame de todas as cláusulas escritas, mais as tratativas e o comportamento das partes durante a execução do contrato. A interpretação deve compreender todas as circunstâncias do contrato como um todo harmônico e coerente. A interpretação de apenas uma ou algumas cláusulas do contrato, sem considerações sobre o todo, pode restar descontextualizada.

Além de o Código Civil cuidar de centenas de institutos voltados à harmonia do sistema de direito privado, dispõe, também, sobre temas centrais fundamentais do Direito Empresarial, unificando, por assim dizer, o direito obrigacional e cuidando dos atos e das atividades negociais e empresariais.

A doutrina moderna parece questionar sobre a quem interessa o julgador enfrentar a consequência de um apontado “inadimplemento” contratual que a ninguém tenha causado prejuízo, quando o formalismo da análise de uma cláusula contratual escolhida para dar esteio à pretensão de alguém possa vir a gerar interpretação artificial que suplante os fundamentos da responsabilidade civil (“se tivesse causado uma injustiça – o dano – a um determinado ofendido que, por sua vez, também só é ofendido porque sofreu uma injustiça em função da ação daquele ofensor em particular”).¹⁶⁰

Sempre se compreendeu que a ilicitude nas relações jurídicas se manifestava pela fenomenologia dos atos ilícitos e a licitude, ao contrário, seria

¹⁵⁹. “Na função hermenêutica, a boa-fé permite apreender os interesses das partes em vista dos esquemas socialmente normais e regulares, (...). E autoriza o intérprete a concluir – em razão do comportamento seguido – qual o sentido a conferir à manifestação de vontade, pois todo contrato importa num dever de manutenção de uma linha de coerência, ‘quer a pessoa esteja na posição de credor quer na de devedor’. É objeto de valoração pelo standard da boa-fé o inteiro comportamento das partes, abrangendo as fases pré-negocial, de execução do contrato e a pós-contratual. (...) Pode ser relevante também o critério do comportamento anterior das partes, isto é, aquele verificado no curso das negociações preliminares. (...) Embora destituída de eficácia contratual, a fase normativa pode ter eficácias no plano hermenêutico, e.g., documentos e correspondências trocadas entre os negociadores podem servir para melhor iluminar o conteúdo do contrato que lhes deu sequência” Cf. *A Boa-Fé no Direito Privado – Critérios para a Sua Aplicação*, Madrid: Marcial Pons, 2015, p. 468-470.

¹⁶⁰. BARBIERI, Catarina Helena Cortada, *Filosofia e direito privado*, São Paulo: Almedina, 2019, p. 261.

conceito ligado à conformação do comportamento da pessoa à lei pelos atos lícitos.¹⁶¹

Embora essa compreensão intuitiva do dualismo lícito/ilícito encontre sentido em todo o sistema jurídico, ela não parece ser ampla o suficiente para revelar todos os aspectos da ideia de ilicitude, que estampa, nos dias de hoje, espectro muito mais amplo e complexo e não mais atrelado apenas à análise da manifestação da vontade do sujeito revelada pelos seus atos.

Na relação de causa e efeito, que se supõe anterior ao enfrentamento da imputação – e provoca o sistema de responsabilidade civil –, o ilícito aparece assim considerado porque qualifica uma causa, de que o dano é o efeito. Nesse sentido, o ponto fundamental da ilicitude é qualificar um fenômeno que põe em prática dinâmica perniciosa, de dano e prejuízo a outrem, a quem se deve indenizar.

Pontes de Miranda refere-se a quatro possibilidades de o termo ilícito ser compreendido. A ilicitude pode ser enfrentada como juridicante, isto é: “(a) *determinadora da entrada do suporte fático no mundo jurídico para a irradiação da sua eficácia responsabilizadora [...], ou (b) para a perda de algum direito, pretensão ou ação (caducidade com culpa, como se dá com o pátrio poder [...]), ou (c) como infratora culposa de deveres, obrigações, ações ou exceções, tal como acontece com toda responsabilidade culposa contratual, ou (d) como nulificante [...]*”.¹⁶²

À luz dos arts. 186 e 927 do CC, o ilícito seria fundamentalmente a causa de uma imputação, que gera o dever de indenizar. Por isso a ideia de

¹⁶¹. Aliás, o art. 185 do CC permitiria, nos limites da natureza jurídica dos atos lícitos, que se apliquem a eles regramentos dos negócios jurídicos. Os contratos são negócios jurídicos bilaterais e quanto a eles, especificamente, vige a norma do art. 421 do CC, que prescreve: “*A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do Contrato*”, impondo-se aos contratantes a obrigatoriedade de guardar, na conclusão e na execução do Contrato, os princípios de probidade e de boa-fé (art. 422 do CC). Pode a parte prejudicada eventualmente postular a adequação do ato lícito aos princípios da probidade e da boa-fé. Essa interpretação é reforçada se se tem em conta que uma das causas de ilicitude do ato é a circunstância de ele exceder manifestamente aos limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes (art. 187 do CC).

¹⁶². PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, Parte Geral, t. II, atualizado por Ovidio Rocha Barros Sandoval. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais/Thomson Reuters, 2012, p. 276.

ilicitude, nesse aspecto mais amplo, estaria ligada à ideia de dano e assim fala-se em ilícito objetivo e em ilícito subjetivo. Nesse sentido mais amplo, o ilícito apareceria atrelado ao evento danoso e prejudicial, não necessariamente como decorrência de atos, mas também como consequência de fatos e de atividades.

Com esse espectro amplo, pode-se falar de fato ilícito, porque os ilícitos, que geram danos e dever de indenizar, podem ter como causa fatos e atividades e não necessariamente atos e, nesse sentido, o conteúdo do termo “ilícito” passa a dispensar a verificação de ser qualidade de uma conduta ilícita para radicar-se, a ilicitude, simplesmente, na potencialidade daquilo que gera dano: assim, o ilícito é aquilo que prejudica.

A antijuridicidade da causa não está necessariamente nela, mas está no reflexo, no efeito, que por ser injusto, é antijurídico. Nesse sentido, o fato do produto, o fato do animal, o fato da coisa, o risco, a atividade e, mais especificamente, a atividade de risco, para nos referirmos aos fenômenos mais comuns da experiência jurídica de nossos dias, são fatos jurídicos que podem desencadear efeitos prejudiciais à esfera jurídica do titular de um direito e pôr em movimento o direito de indenização do prejudicado em face de quem, objetivamente, se imputa responsabilidade por essas situações jurídicas decorrentes desses fatos, dessas atividades e desse risco. Pode-se, então, falar de fato ilícito, sem conteúdo voluntário.

A resposta, portanto, à pergunta sobre o problema da ilicitude de um fenômeno estaria apoiada na verificação da ocorrência de um dano efetivo ou iminente, porque ilícito é o que prejudica. Se há prejuízo, há ilícito e, por conseguinte, dano indenizável. Na hipótese de ser impossível restaurar as coisas conforme seu estado original, diz-se que a reparação deve ser entendida como ato de indenizar, de compensar, de ressarcir.¹⁶³ Daí decorre a obrigação de indenização do dano material e do dano moral resguardada pelo ordenamento jurídico.

¹⁶³. MARTINS DA SILVA, Américo Luís. *O dano moral e a sua reparação civil*, 4.^a ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 60.

Ignacio Llambías¹⁶⁴, utilizando-se das expressões dano moral e dano patrimonial, distingue-os sob vários aspectos: (i) pela sua natureza [o dano patrimonial consiste em uma lesão pecuniária, enquanto o dano moral consiste em um sentimento lastimado]; (ii) pela sua avaliação em dinheiro [o dano patrimonial é suscetível de estimacão quantitativa, enquanto os bens espirituais não são mensuráveis em dinheiro]; (iii) pelo diferente critério de reparação do dano [frente a um dano patrimonial, a indenização é medida pela extensão do dano, enquanto o dano moral não haveria exatos valores econômicos em jogo].

Parece claro, assim, que há um compartilhamento de riscos: ao passo que incumbe aos cotistas do fundo arcar com os riscos de mercado, de liquidez e de crédito, associados, por exemplo, à natural flutuação de valor dos ativos e à viabilidade de liquidação da carteira, cabe à administração do fundo assumir os riscos da operação derivados de possíveis violações jurídicas que sejam ocasionadas ao longo do funcionamento do fundo.¹⁶⁵

A título de ilustração, o Administrador e o Gestor são obrigados, por força do art. 92, *caput*, da Instrução CVM n.º 555/2014, a sempre buscar em suas atividades as melhores condições para o fundo, de modo a: (i) ter o cuidado que todo ser humano ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; (ii) diligenciar para que sejam exercidos todos os direitos do fundo; (iii) praticar todos os atos necessários à defesa dos direitos do cotista, adotando, inclusive, as medidas judiciais cabíveis.¹⁶⁶

¹⁶⁴. LLAMBÍAS, Ignacio Héctor. Agravio Moral, in *Enciclopedia de la Responsabilidad Civil* (dir. ALTERINI, Atilio Aníbal; CABANA, Roberto López), Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1996, pp. 338-346.

¹⁶⁵. DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento*. São Paulo: Almedina, 2018, p. 151.

¹⁶⁶. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 92 – *O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer*

5.2. OBRIGAÇÕES DE MEIO E OBRIGAÇÕES DE RESULTADO.

Ao tratarmos dos prestadores de serviços que são contratados para o funcionamento do fundo de investimento e as várias obrigações que esses *experts* devem ao patrimônio dos investidores, também é necessário ter cautela a fim de não gerar a falsa expectativa de que a responsabilidade daqueles ligados à administração do fundo englobaria os resultados da carteira de valores mobiliários que lhes é confiada.

Como ensina o ditado do mercado: *rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura*. Em outras palavras, as informações apresentadas ao investidor nunca podem sugerir que resultados futuros estariam garantidos ou, ainda, isentos de risco, nos termos do art. 40, § 2.º, da Instrução CVM n.º 555/2014.¹⁶⁷ Esse mesmo cuidado se impõe sobre os aconselhamentos advindos de serviços de consultoria de valores mobiliários, conforme o art. 11, § 1.º, da Instrução CVM n.º 592/2017.¹⁶⁸

Essa constatação adquire relevância no que concerne às obrigações de fazer. Isso porque, a depender do conteúdo da obrigação assumida, a não obtenção do resultado pode ou não importar em inadimplemento imputável. Em outros termos, para verificar o cumprimento ou não de determinada obrigação e, conseqüentemente, se há ou não responsabilidade pelo inadimplemento, faz-se necessário examinar aquilo a que o prestador se obrigou – se a atividades com

infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

¹⁶⁷. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 40, § 2.º – *As informações referidas no caput não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor.*

¹⁶⁸. Instrução CVM n.º 592/2017, art. 11, § 1.º – *As informações relativas à prestação de serviço de consultoria de valores mobiliários não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de risco para o investidor.*

vistas à obtenção de determinado resultado ou, em vez disso, ao próprio resultado dessas atividades.¹⁶⁹

Embora falte um apoio legal, essa classificação das obrigações conforme seu conteúdo encontra expressiva acolhida na doutrina brasileira¹⁷⁰, no âmbito da qual a distinção se estabelece nos mesmos termos. Como se pode verificar na síntese de Orlando Gomes, as obrigações de meios correspondem “a uma atividade concreta do devedor, por meio da qual faz o possível para cumpri-las. Nas outras [obrigações de resultado], o cumprimento só se verifica se o resultado é atingido”.¹⁷¹

A prestação pode consistir apenas numa atividade ou no resultado de uma atividade. Na primeira hipótese, o devedor não está obrigado à obtenção de um resultado, mas a atuar com a diligência e prudência necessárias para que aquele seja alcançado, podendo-se dizer que está adstrito a uma obrigação de meio. Em contrapartida, na segunda, o devedor efetivamente vincula-se à obtenção de um resultado determinado, respondendo por inadimplemento caso não o obtenha, e diz-se, portanto, que é devedor de uma obrigação de resultado.¹⁷²

O interesse prático dessa distinção reside na aplicação de regras concernentes ao problema do inadimplemento obrigacional, mais propriamente, no que concerne ao ônus da prova em caso de não verificação do resultado visado, para fins de responsabilização do devedor.

Nas obrigações de meio, o credor deve provar não apenas a não obtenção do resultado, como também que tal fato se deve à falta de diligência do devedor (culpa). Por sua vez, nas obrigações de resultado, incumbe ao credor provar apenas a ausência do resultado, a qual, por si mesma, constitui tanto uma

¹⁶⁹. DEMOGUE, Rene. *Traité des obligations en général – Sources des obligations*, Paris, Rousseau, 1925, pp. 538-539.

¹⁷⁰. RODRIGUES, Silvio. *Direito das Obrigações – Parte Geral das Obrigações*, v. 2, 30ª ed., São Paulo, Saraiva, 2002, pp. 17-18; BARROS MONTEIRO, Washington, *Curso de Direito Civil – Direito das Obrigações – 1ª Parte – Das Modalidades das Obrigações – Dos Efeitos das Obrigações*, 28ª ed., São Paulo, Saraiva, 1995, pp. 52-53; CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson, *Curso de Direito Civil – Direito das Obrigações*, 8.ª ed., Salvador: JusPodium, 2014, pp. 310-315.

¹⁷¹. GOMES, Orlando. *Obrigações*, 15.ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 17.

¹⁷². CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson, *Opus citatum*, p. 310.

presunção de culpa do devedor quanto de causalidade entre a culpa e a frustração do interesse do credor.¹⁷³ Não bastaria a mera verificação do inadimplemento, sendo necessário examinar a conduta do devedor, a fim de determinar se deve ou não ser responsabilizado, o que logrará o credor mediante a demonstração de que o resultado não foi obtido por falta da prudência e diligência devidas pelo obrigado.

Nas obrigações de resultado, a simples verificação do inadimplemento seria suficiente para determinar a responsabilidade do devedor, bastando ao credor demonstrar a não obtenção do resultado esperado.¹⁷⁴ O devedor poderia exonerar-se pela comprovação de que a não obtenção do resultado esperado deveu-se a causas supervenientes inimputáveis. A rigor, haveria, no regime dessas espécies obrigacionais, mais do que uma simples presunção de culpa – passível de ser elidida pela contraprova da não culpa –, mas, efetivamente, uma “presunção de responsabilidade” – suscetível de ser elidida apenas pela prova de uma causa estranha.¹⁷⁵

Outro critério para identificar essa distinção consiste em verificar a existência ou não de álea no cumprimento da obrigação.¹⁷⁶ Em outras palavras, se o adimplemento é normalmente possível, tendo por suficientemente certo o resultado prometido (ausência, portanto, de álea), já que o devedor teria, para tanto, o controle das coisas, fatos ou mesmo das pessoas, tem-se uma obrigação de resultado; em contrapartida, se for normal que, mesmo pelo emprego de uma diligência adequada, não se obtenha o resultado visado, já que o êxito, nesse caso, dependeria também de outros fatores que não apenas a conduta do obrigado (logo, há a presença de álea), está-se diante de uma obrigação de meio.

Submetida a esse critério distintivo, a obrigação assumida pelos prestadores de serviços contratados pelo fundo, como o Administrador, é

¹⁷³. LE TOURNEAU, Philippe; CADIET, Loïc, *Droit de la responsabilité*, Paris: Dalloz, 2002, pp. 736-737.

¹⁷⁴. BARROS MONTEIRO, Washington, *Opus citatum*, p. 52-53.

¹⁷⁵. LE TOURNEAU, Philippe; CADIET, Loïc, *Opus citatum*, p. 737.

¹⁷⁶. FROSSARD, Joseph. *La distinction des obligations de moyens et des obligations de résultat*, Paris : LGDJ, 1965, p. 131.

caracterizada como obrigação de meio, pois o seu cumprimento depende de “fatores incontrolláveis”.¹⁷⁷ Assim, em uma obrigação de meio, caso o prestador de serviço essencial possa comprovar a conformidade de sua conduta com aquela esperada do fundo – logo, a não existência de culpa de sua parte –, desincumbindo-se de tal ônus, sua responsabilidade estaria afastada. Por esse motivo, inclusive, é defeso ao Administrador e ao Gestor prometer rendimento predeterminado aos cotistas do fundo, nos termos do art. 89, V, da Instrução CVM n.º 555/2014.¹⁷⁸

5.3. HIPÓTESES DE RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA ENTRE OS PRESTADORES DE SERVIÇOS LIGADOS À ADMINISTRAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO.

Ainda sobre as relações que podem se dar com terceiros para o funcionamento do fundo, nota-se que o art. 79, § 2.º, da Instrução CVM n.º 555/2014 impõem a responsabilidade solidária entre o Administrador os prestadores de serviços constantes do art. 78, § 2.º, I, III e V, vale dizer: (a) a gestão da carteira de investimentos; (b) a tesouraria, o controle e o processamento dos ativos; (c) a escrituração da emissão e resgate de cotas.¹⁷⁹

Quanto aos demais prestadores de serviço – como, por exemplo, os consultores de investimento, os classificadores de risco e os agentes de custódia de ativos –, não há previsão expressa de solidariedade do Administrador na regulamentação da CVM.

Além de responder solidariamente por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude desses serviços, o Administrador também responde diretamente por danos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa,

¹⁷⁷. FROSSARD, Joseph, Opus citatum, p. 128.

¹⁷⁸. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 89, *caput* – *É vedado ao administrador e ao gestor, no que aplicável, praticar os seguintes atos em nome do fundo: V – prometer rendimento predeterminado aos cotistas.*

¹⁷⁹. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 79, § 2.º – *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.*

sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM, na forma do art. 79, § 3.º, da Instrução CVM n.º 555/2014.¹⁸⁰

No ano de 2019, Lei da Liberdade Econômica introduziu o art. 1.368-D, II, ao CC, possibilitando ao regulamento do fundo 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”.¹⁸¹

Desde então, a redação do dispositivo parece ter rendido controvérsias doutrinárias a respeito da solidariedade dos prestadores de serviço. Por um lado, há quem afirme que “o novo texto legal, ao se referir expressamente a ‘sem solidariedade’, não parece deixar margem para que a autarquia [CVM] continue a impor a cláusula de solidariedade na contratação de prestadores de serviços”.¹⁸² Por outro lado, com o qual concordamos, há quem entenda que o novo art. 1.368-D do CC apenas trouxe uma faculdade ao regulamento do fundo, o que não significa que a regulamentação da CVM teria sido superada.¹⁸³

Justamente nesse contexto, aliás, é oportuno registrar que a CVM, no exercício de seus poderes previstos no art. 8.º, § 3.º, I, da Lei n.º 6.385/1976, submeteu à Audiência Pública SDM n.º 08/2020 um projeto de ato normativo

¹⁸⁰. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 79, § 3.º – *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.*

¹⁸¹. CC, art. 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: 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.*

¹⁸². VIO, Daniel de A. Fundos de investimento: comentário geral. In: CUNHA FILHO, Alexandre J. C. da; PICCELLI, Roberto R.; MACIEL, Renata M. (coord.). *Lei da Liberdade Econômica: Anotada*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 310.

¹⁸³. YAZBEK, Otavio. A lei n.º 13.874/2019 e os fundos de investimento. In: SALOMÃO, Luis F.; CUEVA, Ricardo V. B.; FRAZÃO, Ana (org.). *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 120.

com o objetivo de reformar o arcabouço regulatório dos fundos de investimento brasileiros.¹⁸⁴

A minuta propôs, entre outros pontos, que “o protagonismo do fundo passe a ser dividido entre o administrador fiduciário e o gestor da carteira de ativos, que passam a ser denominados, em conjunto, como prestadores de serviços essenciais. Em decorrência da redistribuição de atribuições entre os prestadores de serviços essenciais, impõe-se a alteração do atual dever do administrador de fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo”.¹⁸⁵

Com isso, certas atribuições que a regulamentação atual imputa ao Administrador seriam redistribuídas à figura do Gestor, incluindo o poder de contratação de serviços em nome do fundo e o dever de fiscalização dos terceiros contratados. O funcionamento do fundo de investimento seria, portanto, materializado a partir da atuação de prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados.

Dentro desse eixo temático, “no que tange à solidariedade entre os prestadores de serviços, a obrigatoriedade de que a contratação de serviços em nome do fundo conte com tal instituto remanesceria somente em quatro hipóteses: (i) caso o serviço seja prestado para classe de cotas destinada ao público em geral; (ii) contratação, pelo administrador, de serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos; (iii) contratação, pelo gestor, de cogestão

¹⁸⁴. Lei n.º 6.385/1976, § 3.º - *Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados.*

¹⁸⁵. Disponível em:

https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html.

Acesso em: 20.09.2022

da carteira de ativos; (iv) contratação, pelo gestor, de consultoria especializada para fundos de investimento em direitos creditórios”.¹⁸⁶⁻¹⁸⁷⁻¹⁸⁸⁻¹⁸⁹

A proposta submetida à Audiência Pública SDM n.º 08/2020, assim, teve como objetivo tentar limitar a responsabilidade civil dos prestadores de serviços do fundo, com fundamento no art. 1.368-D, II, do CC, de maneira que a “eventual existência de solidariedade quanto à responsabilidade civil entre prestadores de serviços seja livremente pactuada entre eles”.

Após o envio de sugestões e comentários por entidades e indivíduos interessados que participaram da audiência pública, o projeto de ato normativo encontra-se atualmente em análise perante a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM.

¹⁸⁶. Minuta de Resolução, art. 76, § 2.º – *Caso o serviço seja prestado em benefício de classe de cotas destinada ao público em geral, o contrato de prestação de serviços deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e o terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.*

¹⁸⁷. Minuta de Resolução, art. 79, § 1.º – *O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços, com a exclusão de quaisquer outros não listados a seguir: I – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos; (...)*

§ 6.º – *No caso dos serviços previstos no inciso I do § 1º, o contrato deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e esse terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.*

¹⁸⁸. Minuta de Resolução, art. 80, § 5.º – *Nos casos de contratação de cogestor, as seguintes condições devem ser respeitadas: I – o contrato celebrado nos termos inciso III do caput deve: “b” – assegurar responsabilidade solidária do gestor por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas do cogestor contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.*

¹⁸⁹. Minuta de Resolução, Anexo Normativo II, art. 38 – *Caso previsto no regulamento ou deliberado pelos cotistas reunidos em assembleia geral, o gestor deve contratar, em nome do fundo, os seguintes prestadores de serviços: I – agente de cobrança; II – consultoria especializada. (...)*

§ 3.º – *No caso dos serviços previstos no inciso I do § 1º, o contrato deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e esse terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.*

5.4. HIPÓTESE DE APLICABILIDADE DO CDC NO MERCADO BRASILEIRO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

5.4.1. COTAS OFERECIDAS A INVESTIDORES NÃO QUALIFICADOS.

A despeito da regulamentação da CVM, uma situação, em especial, tem atraído a incidência do CDC em nosso ordenamento, a saber, quando um investidor em geral torna-se cotista de um fundo de investimento por meio de uma aplicação oferecida no bojo de relações bancárias.

Trata-se de circunstância envolvendo os denominados *investidores do varejo*, vale dizer, as pessoas naturais ou jurídicas desprovidas do título de investidores profissionais ou qualificados (arts. 9.º-B e 9.º-C da Instrução CVM n.º 539/2013) que, não obstante, resolvem destinar parte do seu patrimônio à aquisição de cotas de um fundo de investimento como forma de aplicação em ativos financeiros. Essa hipótese, assim, é tida pelo investidor não qualificado como mais um serviço oferecido por determinada instituição financeira no cotidiano.

Em casos sob esse pano de fundo, o Superior Tribunal de Justiça, com amparo na Súmula n.º 297, tem perfilhado o entendimento de que o cotista pode ser visto como destinatário final dos serviços prestados desde os terceiros ligados à administração do fundo até as instituições financeiras que lhe oferecem o investimento, motivo pelo qual todos responderiam objetivamente pelos danos causados por vício na prestação de serviços, como, por exemplo, falhas na

conscientização sobre a extensão dos riscos envolvidos em determinada aplicação.¹⁹⁰⁻¹⁹¹⁻¹⁹²⁻¹⁹³

Esse movimento jurisprudencial tem indicado inevitável recepção do CDC, possibilitando ao investidor não qualificado figurar como consumidor de serviços e os prestadores, cada um na esfera das obrigações que assume, todas harmonicamente encetadas para o mesmo escopo, como prestadores de serviços a um único consumidor final.

Segundo as lições de Nelson Nery Junior e Rosa Maria de Andrade Nery, o conceito jurídico de consumidor é mais abrangente do que o conceito econômico de consumidor (art. 2.º do CDC).¹⁹⁴ Todo aquele que se faz

¹⁹⁰. Súmula n.º 297 do STJ - O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras.

¹⁹¹. “[...] a jurisprudência do STJ é assente em admitir a incidência do CDC às relações jurídicas dessa natureza, posicionando-se no sentido de que entre o investidor não profissional e a instituição financeira administradora de fundos de investimentos existe uma típica relação de consumo ante a inafastável prestação de serviços que a entidade bancária realiza, motivo pelo qual aplicável o disposto no § 2º do artigo 3º do Código de Defesa do Consumidor. (...) Isso posto, tem-se que as instituições bancárias respondem objetivamente pelos danos causados por vício na prestação de serviços, ressalvada a culpa exclusiva do consumidor ou de terceiro, incumbindo-lhes apresentar, no assessoramento financeiro, de forma transparente, informações precisas acerca dos riscos aos quais seus clientes serão submetidos consoante previsto no artigo 31 do CDC, sendo-lhes vedado, nos termos do artigo 39, incisos III e IV do CDC, fornecer ao consumidor, sem autorização prévia, qualquer serviço ou executá-los sem a sua concordância expressa, salvo as decorrentes de práticas anteriores entre as partes” (STJ, 4.ª Turma, REsp n.º 1.326.592-GO, rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 07.05.2019).

¹⁹². “Esta Corte posicionou-se no sentido de que, entre o investidor e a instituição financeira administradora de fundos de investimentos, existe uma típica relação de consumo, ante a inafastável prestação de serviços que a entidade bancária/instituição financeira realiza, sendo aplicável, portanto, o disposto no § 2º do artigo 3º do Código de Defesa do Consumidor, incidindo, na espécie, o teor da Súmula 83 do STJ” (STJ, 4.ª Turma, AgRg no Ag n.º 1.140.811-RJ, rel. Min. Marco Buzzi, j. 23.02.2016).

¹⁹³. “Se bem analisarmos, em essência, a instituição financeira administradora de fundos de investimento presta um serviço bancário de intermediação entre o investidor e o mercado de capitais, canalizando os recursos aportados mediante a constituição de um condomínio de investidores e oferecendo administração profissional especializada na gestão de valores mobiliários. (...) Nesse particular, o caput do art. 56 da Instrução CVM n. 409/2004 dispõe que ‘a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo’, delimitando em seus incisos alguns serviços inerentes à administração, como o de gestão de carteira do fundo, consultoria de investimentos, escrituração da emissão e resgate de cotas, custódia de ativos financeiros, entre outros. Em contrapartida, a instituição financeira é remunerada por taxa de administração e deve agir com a diligência necessária para que os valores investidos sejam restituídos com a maior lucratividade possível, dentro do cenário de riscos próprios do mercado de capitais. Ou seja, o investidor, que no mais das vezes é correntista da instituição bancária, ocupa, a toda evidência, a posição de destinatário final dos serviços prestados pelo administrador do fundo e este a de fornecedor de serviços, tal como a definição extraída do Código de Defesa do Consumidor, arts. 2º e 3º” (STJ, 4.ª Turma, REsp n.º 1.187.365-RO, rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 22.05.2014).

¹⁹⁴. NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. *Leis Civis Comentadas*, 5.ª ed., São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais/Thomson Reuters, 2019, p. 2.100.

destinatário da produção de bens ou de serviços, seja ele adquirente, ou não, e seja ele produtor de outros bens ou não, é considerado consumidor em sentido econômico.¹⁹⁵

Quando a legislação brasileira define como consumidor “toda pessoa física ou jurídica”, distingue-se os bens adquiridos pela empresa, *a título de insumos*, no exercício de sua atividade empresarial, dos bens adquiridos para uso pessoal ou privado – *for privy usance* – do consumidor, à margem de sua atividade empresarial.¹⁹⁶

A lei brasileira optou por afastar da proteção que ele instituiu em favor dos consumidores, o chamado *consumo intermédio*, vale dizer, aquele que é utilizado pelas empresas dos bens e serviços necessários para o processo produtivo, consoante consagrada definição existente sobre a matéria.¹⁹⁷ A expressão “destinatário final” é inspirada no art. 1.º da Lei Geral Espanhola de Defesa dos Consumidores e Usuários de 1984.

Neste rumo tem caminhado a doutrina contemporânea, distinguindo as atividades profissionais das não profissionais e, ainda, considerando a destinação final do produto ou serviço como importante *elemento teleológico* apto a qualificar uma relação jurídica como uma relação de consumo, vale dizer, sujeita ou não ao regime jurídico do CDC e das leis de proteção ao consumidor. O consumidor final (*Endverbraucher, Endkunde*) seria “o que retira o bem do mercado ao adquirir ou simplesmente utilizá-lo (destinatário final fático), aquele que coloca um fim na cadeia de produção (destinatário final econômico) e não aquele que utiliza o bem para continuar a produzir, pois ele não é o destinatário final, ele está transformando o bem para oferecê-lo por sua vez ao seu cliente, seu consumidor”.¹⁹⁸

O direito positivo alemão fixou o conceito de consumidor não a partir da destinação final, mas da atividade não profissional, justamente pela

¹⁹⁵. DE LUCCA, Newton. *Direito do consumidor: teoria geral da relação jurídica de consumo*, 2008, IV.1.1.1.6, p. 124.

¹⁹⁶. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *As relações de consumo e o crédito ao consumidor* (RDM 82/17).

¹⁹⁷. FLOUZAT, Denize. *Économie contemporaine*, v. 1, 4.ª ed., Paris: PUF, 1977, p. 541.

¹⁹⁸. MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*, 3.ª ed., SP: RT, 1999, p. 150.

dificuldade e imprecisão de identificar-se o consumidor final.¹⁹⁹ O conceito de consumidor só abrange pessoas para atividade *privada*, o que significa que se for *profissional*, com finalidade empresarial, não pode ser considerado como consumidor.²⁰⁰

O consumidor seria um não profissional ou quem como tal atua, isto é, fora do âmbito de sua atividade profissional. Daí que se conclua que o chamado “consumo intermédio”, em que o utilizador é uma empresa ou um profissional, não é consumo em sentido jurídico. O consumidor, nesta acepção, é sempre consumidor final (*Endverbraucher, Letzverbraucher, ultimate consumer*),²⁰¹ o adquirente não profissional de bens de consumo destinados ao seu uso pessoal.²⁰²

Produtores e distribuidores estão fora do conceito de consumidor, considerando que a sua atividade é lucrativa, ao passo que consumidor é uma pessoa natural que se utiliza de bem ou serviço por um uso não profissional. Teríamos como primeiro elemento da definição o fato de alguém adquirir ou utilizar. O segundo elemento da definição seria o objeto da relação jurídica, isto é, o produto ou o serviço. O terceiro elemento da definição seria o uso não profissional desses produtos ou serviços.²⁰³

No Brasil, o direito positivo vigente admite a pessoa jurídica como consumidor (art. 2.º, *caput*, do CDC), mas se deve fazer a distinção entre pessoa jurídica *destinatária final* dos produtos ou serviços e pessoa jurídica *intermediária*. Somente a primeira se encaixaria no conceito legal de pessoa

¹⁹⁹. BASEDOW, Jürgen. *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, comentários coletivos ao Código Civil alemão coordenados por Kurt Rebmann e Franz Jürgen Säcker, v. 1, 3.ª ed., München: Verlag C. H. Beck, 1993, coment. 1 AGBG § 24, p. 2250.

²⁰⁰. SCHMIDT-RÄNTSCH, Jürgen. *Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, coordenado por Heinz Georg Bamberger e Herbert Roth, v. 1, 2.ª ed., München, Verlag C. H. Beck, 2007, coment. 9 BGB § 13, p. 103.

²⁰¹. DE ALMEIDA, Carlos Ferreira. *Os direitos dos consumidores*, Coimbra, Almedina, 1982, p. 215.

²⁰². CORNU, Gérard. *Relatório apresentado nos trabalhos da Associação Henri Capitant sobre a proteção do consumidor*, t. XXIV, Paris, 1973, p. 131 *et seq.*

²⁰³. CALAIS-AULOY, Jean; STEINMETZ, Frank. *Droit de la consommation*, 7.ª ed., Paris: Dalloz, 2006, pp. 5/9.

jurídica como consumidor. Prevalece na doutrina brasileira a corrente *finalista*, que profliga a tese do conceito restrito de consumidor pessoa jurídica.²⁰⁴

O mesmo entendimento foi proclamado pela jurisprudência, no sentido de que “o que qualifica uma pessoa jurídica como consumidora é a aquisição ou utilização de produtos ou serviços em benefício próprio, isto é, para satisfação de suas necessidades pessoais, sem ter o interesse de repassá-los a terceiros, nem empregá-los na geração de outros bens ou serviços”.²⁰⁵

A possibilidade de caracterização das pessoas, naturais ou jurídicas, que se dedicam a atividade econômica (atividade empresarial), como consumidoras, fazendo jus à tutela legislativa especial, passa necessariamente pela correta definição do conceito de destinatário final do produto ou serviço. Em sendo assim, a interpretação a ser dada ao art. 2.º do CDC teria de ser de modo a não excluir a possibilidade de a pessoa vir a ser consumidora, mas também exige a cautela em não se maximizar de tal maneira o conceito a ponto de significar uma revogação das normas que regulamentam as relações comerciais e empresariais.

Se toda vez que uma pessoa adquirir um produto ou serviço for considerada “consumidora”, estaria extinta qualquer necessidade de regramento específico para a relação jurídica – Código Civil e Código Comercial –, o que pareceria absurdo. Se o empresário ou a sociedade empresária adquire produtos para incrementar sua atividade com intuito de maximizar lucros, não ocorre aquisição na condição de destinatário final, mas sim aquisição que se equipara a toda e qualquer aquisição e relação comercial estabelecida entre pessoas naturais e jurídicas com fins comerciais.

O art. 29 do CDC parece superar os limites da definição jurídica de consumidor para imprimir uma definição de política legislativa. Para harmonizar os interesses presentes no mercado de consumo, para reprimir eficazmente os abusos do poder econômico, para proteger os interesses econômicos dos consumidores finais, o legislador colocou um poderoso instrumento nas mãos

²⁰⁴. BENJAMIM, Antonio Herman V.; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2007, pp. 68/71.

²⁰⁵. STJ, 3.ª T., REsp 733560-RJ, rel. Min. Nancy Andrighi, j. 11.4.2006, v.u., DJU 2.5.2006.

daquelas pessoas expostas às práticas abusivas, que, mesmo não sendo consumidores *stricto sensu*, poderão utilizar as normas especiais do CDC, seus princípios, sua ética de responsabilidade no mercado para combater tais práticas.

Também não seria impeditivo o fato de existirem empresas entre os cotistas do fundo de investimento. Isso porque a legislação consumerista incide nas relações entre pessoas jurídicas, sobretudo quando se constatar a vulnerabilidade daquela que adquire o produto ou serviço, por atuar fora de seu ramo de atividade. Se o fundo precisa contratar especialista para o desempenho de função que não é da expertise das pessoas naturais ou das empresas cotistas, são consumidores dos serviços contratados o fundo e seus cotistas.

Ainda que assim não fosse, de acordo com o art. 29 do CDC, equiparam-se aos consumidores todas as pessoas, determináveis ou não, expostas às práticas nele previstas. Nesse dispositivo, encontra-se um conceito próprio e amplíssimo de consumidor, desenhado em resposta às peculiaridades das práticas comerciais, notadamente os riscos que podem acarretar para toda a coletividade, e não apenas para os eventuais contratantes. A pessoa jurídica exposta à prática abusiva equipara-se ao consumidor, o que atrai a incidência das normas consumeristas.²⁰⁶

O *leading case* nessa matéria parece ter ocorrido no Estado do Rio Grande do Sul, nos primórdios da vigência do CDC, quando se entendeu aplicável o regime consumerista a pessoa jurídica que contratou com instituição financeira, por força do art. 29 do CDC.²⁰⁷ Nada obstante tratar-se de pessoa jurídica, como está exposta à prática contratual do banco, essa relação sujeita-se ao regime do CDC.

Com efeito, o investidor em geral – destinatário de “produtos financeiros de varejo” – pode não ter o alcance de visão consequencial das implicações dos negócios que realiza tal como o têm as empresas com as quais

²⁰⁶. STJ, 2.^a T., RMS 27541-TO, rel. Min. Herman Benjamin, j. 18.8.2009, DJUE 27.4.2011.

²⁰⁷. Tribunal de Alçada do Rio Grande do Sul, Ap. Cível n. 193051216, rel. Juiz Antonio Janyr Dall’Agnol Junior, j. 19.5.1993.

contrata, principalmente se alguma é instituição financeira de grande porte a despertar um especial liame de confiança pelo nome que ostenta no mercado.

Diante disso, um ponto importante desta investigação é que, em determinadas hipóteses, o fundo ou, ainda, seus cotistas podem assumir a condição de consumidor (ou na condição de ente em posição contratual a ele assimilável – condomínio de cotistas, ente despersonalizado com capacidade postulatória) de serviços especializados.

O consumidor não realiza atos a partir de cálculos premeditados: conduz-se mais com o entusiasmo imediato, no interesse de consumir e de se aventurar. Daí precisar de auxílio. As grandes empresas agem com a frieza própria da atividade que exercem, como especialistas, de acordo com regras de mercado, de acordo com o lucro antecipadamente planejado e a ser atingido, liderando a condução dos consumidores, pela técnica da propaganda bem realizada, a desejarem seus serviços.

Uma instituição financeira, conhecedora dos riscos e das inconstâncias do mercado pode ter recursos informacionais que o fundo não tem condições de ter, razão pela qual contrata seus serviços. Impõe-se, portanto, analisar o contexto em que são contratados os prestadores de serviço e para que fim. O princípio da lealdade contratual e da boa-fé objetiva que a todos sujeita (art. 422 do CC), bem como obriga um juiz a conhecer e aplicá-lo de ofício nos autos, impõe-se, nos limites do negócio.

Nesse recorte, é possível questionar se o cotista é empresário, se é consumidor, se é alguém que domina o conhecimento das atividades que se desenrolam para a flutuação do valor de suas cotas, ou não. Esse enfrentamento torna-se interessante, pois o fundo de investimento, ao figurar em demanda judicial, é ente despersonalizado, com capacidade postulatória (como a têm os condomínios, em geral), reunindo a titularidade de cotas que representam valores mobiliários, valores esses que o fundo confia sejam manejados com boa técnica, deixando-os aos cuidados e à *expertise* de renomeadas empresas do mercado, que lhe prestam serviços.

Não há novidade no fato de que o consumidor de serviços possa vir a ser a pessoa que maneja o mesmo conhecimento do contratado, mas que – para

aquele específico mister, naquele tempo e hora – prefere delegá-lo a quem possa desempenhá-lo com a qualidade que é própria do conhecimento que esses especialistas ostentam e se propõem a disponibilizar para os cotistas do fundo.

Não se haveria negar que o empresário, quando se põe como consumidor final do serviço de outrem, ainda que quanto a serviço da mesma qualidade do que ele próprio pode prestar ao público, é consumidor e destinatário da proteção jurídica que se reserva ao sujeito que vivencia essa posição jurídica.

Por trás da ficção teórica do fundo (como condomínio com capacidade postulatória e como conjunto de cotas, objeto de direito real), há cotistas (condôminos) e seus patrimônios, para cujo sucesso financeiro os prestadores de serviços são contratados e a quem eles se ligam por meio do liame da boa-fé, própria do adimplemento que esperam das prestações várias que esses *experts* devem ao fundo.

Sob essa perspectiva, os prestadores de serviços contratados teriam responsabilidade funcional sobre aspectos do patrimônio que lhes é confiado. Afinal, “o contrato não pode mais se explicar unicamente pelo encontro das vontades. O direito relativiza por outro caminho esta condição e a doutrina propõe outra análise. Deste ponto de vista, o contrato possui uma dupla natureza. Ele se define, por um lado, como uma relação entre as partes contratantes, gerando um vínculo contratual e de outro como uma troca de prestações realizadas entre dois patrimônios, que se destaca do liame pessoal”.²⁰⁸

Estariamos a falar de patrimônio e de propriedade de alguém, elementos da esfera jurídica de sujeitos de direito. A titularidade da propriedade dos recursos pelos cotistas do fundo não seria menos direito fundamental de propriedade que outros bens do patrimônio desses sujeitos. Seria próprio da natureza desse direito fundamental estruturar-se na titularidade de um sujeito

²⁰⁸. “Le contrat ne peut plus s’expliquer uniquement par la rencontre des volontés Le droit relativise d’ailleurs cette condition et la doctrine propose une autre analyse. De ce point de vue, le contrat possède une double nature Il se définit à la fois comme une relation entre des parties contractantes appelé lien contractuel et comme un échange de prestations réalisé entre deux patrimoines, qui se détache du lien personnel” (FIN-LANGER, Laurence. *L’équilibre contractuel*, Paris: LGDJ, 2002, p. 119).

com os aspectos e caracteres que naquele momento cultural, por decorrência daquela regra e para o interesse daquele grupo são exigidos.

No fundo, há cotas titularizadas por pessoas que formam condomínio com natureza de direito real. Essas cotas têm valor patrimonial e conectam o sujeito a bens sobre os quais exercem copropriedade (direito fundamental). Para a prevenção do agravamento do risco de perdas para esses cotistas, o fundo é obrigado a contratar prestadores de serviço com atestada honorabilidade e competência a fim de executar tomadas de decisão.

Em suma, há mais de um título a vincular o trabalho dos prestadores de serviço contratados no sentido de tornar possível um desiderato patrimonial favorável aos interesses dos cotistas. Quando se fala em justo título, tem-se a impressão de que se está a tratar de instrumento escrito em que estaria retratado um ato ou negócio jurídico. Entretanto, título não é somente o instrumento escrito revelador da existência de um negócio jurídico, mas sim também a própria causa, o fundamento deste mesmo negócio que atribui posições jurídicas de titularidade de direito a alguém. Título é a causa da regularidade da vivência de uma situação jurídica de vantagem, ou de desvantagem, a que alguém está jungido: alguém titulariza posição jurídica, em virtude de um título, e essa posição jurídica deve ser juridicamente respeitada.

Ainda que não se quisesse ligar o conceito de obrigação à ideia proposta por algumas teorias, de que a obrigação seria uma relação entre uma pessoa (o credor) e um patrimônio (o do devedor), poderíamos dizer que a marca significativa do Direito de Obrigações é impor ao devedor o receio de submeter-se à execução forçada de seu patrimônio, por ter ficado adstrito para com o credor à realização de uma prestação.²⁰⁹ O patrimônio do devedor, sendo garantia das obrigações por ele assumidas (art. 391 do CC), ou a ele imputadas, deve ser solvável para que todas elas possam ser cumpridas de modo satisfatório ao credor.

Bem por isso, requintadas teorizações de direito das obrigações não deixam dúvida sobre a importância do contrato como operação econômica, como

²⁰⁹. DOMINGUES DE ANDRADE, Manuel Augusto. *Teoria geral das Obrigações*, 3.^a ed., Coimbra: Almedina, 1966, p. 33.

um vínculo negocial que impõe prestações entre dois patrimônios e entre os patrimônios das pessoas que efetivamente celebraram os contratos de onde exsurtem as obrigações que o credor cobra do devedor.²¹⁰

Nos limites da tipicidade do contrato celebrado e de suas características, se o contrato pode vir a ser qualificado como de consumo, a responsabilidade que se impõe ao prestador de serviços inadimplente, em face do consumidor, é outra, com características muito especiais, que não se pode desconsiderar.²¹¹

Vale ressaltar, aliás, que, nos termos dos arts. 90, VII e parágrafo único, da Instrução CVM n.º 555/2014, o Administrador tem a obrigação de manter disponível um serviço de atendimento ao cotista para o esclarecimento de dúvidas e o recebimento de reclamações, devendo essa plataforma de comunicação ser subordinada diretamente a um diretor responsável perante a CVM ou, subsidiariamente, a um diretor indicado por instituição contratada pelo fundo para a distribuição ou a gestão.²¹²⁻²¹³ Do mesmo modo, nos termos do art. 91, §§ 2.º e 3.º, da Instrução CVM n.º 555/2014, o Administrador deve periodicamente submeter a carteira do fundo a testes de estresse, a fim de assegurar se os investimentos estão alinhados com as características do fundo,

²¹⁰. "Il tipo contrattuale è un modello di operazione economica, attuata mediante contratto, nota e diffusa nella vita di relazione. Ad. es. la compravendita è un tipo contrattuale: è il modello di operazione economica con cui le parti realizzano, mediante contratto, lo scambio fra proprietà di un bene e denaro". ROPPO, Vincenzo. *Il contratto*, 2.ª ed., Milano: Giuffrè, 2011, p. 419.

²¹¹. "Por óbvio que não se está a afirmar que todo e qualquer investidor é consumidor, porque há, no mercado de capitais, investidores profissionais que movimentam elevada soma de forma habitual e institucionalizada, não lhes remanescendo nenhum resquício da hipossuficiência necessária à caracterização da figura do consumidor. Segundo penso, há de se garantir a incidência do Código de Defesa do Consumidor ao investidor não profissional, de regra pessoa física, que vê a possibilidade de aporte em fundos de investimento como apenas mais um serviço oferecido pela instituição bancária, como qualquer outro investimento congêneres" (STJ, 4.ª Turma, REsp n.º 1.187.365-RO, rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 22.05.2014).

²¹². Instrução CVM n.º 555/2014, art. 90 – *Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: VII – manter serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações, conforme definido no regulamento do fundo.*

²¹³. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 90, parágrafo único – *O serviço de atendimento ao cotista deve ser subordinado diretamente ao diretor responsável perante a CVM pela administração do fundo ou a outro diretor especialmente indicado à CVM para essa função, ou ainda, conforme o caso, a um diretor indicado pela instituição responsável pela distribuição ou gestão do fundo, contratada pelo fundo.*

as variações históricas, as condições de mercado, bem como as obrigações e o nível de cotização.²¹⁴⁻²¹⁵

De igual sorte, nos fundos abertos, o art. 91, *caput*, bem como §§ 1.º, 4.º e 5.º, da Instrução CVM n.º 555/2014 impõem ao Administrador e ao Gestor sempre assegurar que a liquidez da carteira do fundo seja esteja compatível com os prazos previstos para pagamento de resgate e com o cumprimento das obrigações do fundo.²¹⁶⁻²¹⁷

Todas essas obrigações regulatórias corroboram o entendimento de que, em face da presença de investidores com hipossuficiência técnica e informacional, os prestadores de serviço ligados à administração do fundo devem ser capazes de suprir as deficiências dos cotistas quanto a esse específico mercado autorregulado de ativos. Esse posicionamento parece apontar contra a visão antiga de que todo e qualquer investidor seria um jogador sujeito às intempéries da álea de seu negócio. Isso parece estar sendo rebatido pela doutrina, que constata o equívoco dessa forma de pensar.²¹⁸

²¹⁴. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 91, § 2.º – *O administrador deve submeter a carteira do fundo a testes de estresse periódicos com cenários que levem em consideração, no mínimo, as movimentações do passivo, a liquidez dos ativos, as obrigações e a cotização do fundo.*

²¹⁵. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 91, § 3.º – *A periodicidade de que trata o § 2º deste artigo deve ser adequada às características do fundo, às variações históricas dos cenários eleitos para o teste, e às condições de mercado vigentes.*

²¹⁶. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 91, *caput* – *O administrador e o gestor devem, conjuntamente, adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; II – o cumprimento das obrigações do fundo.*

§ 1.º – *As políticas, procedimentos e controles internos de que trata o caput devem levar em conta, no mínimo: I – a liquidez dos diferentes ativos financeiros do fundo; II – as obrigações do fundo, incluindo depósitos de margem esperados e outras garantias; III – os valores de resgate esperados em condições ordinárias, calculados com critérios estatísticos consistentes e verificáveis; IV – o grau de dispersão da propriedade das cotas.*

(...)

§ 4.º – *Os critérios utilizados na elaboração das políticas, procedimentos e controles internos de liquidez, inclusive em cenários de estresse, devem ser consistentes e passíveis de verificação.*

²¹⁷. Instrução CVM n.º 555/2014, art. 91, § 5.º – *Caso o fundo invista em cotas de outros fundos de investimento, o administrador e o gestor, devem, em conjunto e diligentemente avaliar a liquidez do fundo investido, considerando, no mínimo: I – o volume investido; II – as regras de pagamento de resgate do fundo investido; III – os sistemas e ferramentas de gestão de liquidez utilizados pelo administrador e gestor do fundo investido.*

²¹⁸. PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. In: Modesto Carvalhosa; Luiz Gastão Paes de Barros Leães; e Arnoldo Wald (Org.). A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, Cap. 8; PRADO, Viviane Muller; BURANELLI, Vinícius Correa. Relatório da pesquisa de jurisprudência sobre direito societário e mercado de capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, Caderno Direito GV, n.º 9, janeiro de 2006, p. 30; VILELA, Renato. Indenização de Investidores por Termo

Em nossa experiência jurídica contemporânea, há uma forte convicção de “que a efetividade da proteção aos investidores no Brasil é deficiente, mormente em função dos baixos incentivos à tomada de ações por parte dos lesados e, no todo, da ausência ou má aplicação das ferramentas processuais à disposição dos participantes do mercado para a reparação das lesões sofridas, seja no campo administrativo, seja no judicial, as quais poderiam exercer importantes funções de reparação (*compensation*) e dissuasão ao cometimento de ilícitos (*deterrence*)”.²¹⁹

de Compromisso. In: Processo Societário II. YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Org.). São Paulo: Quartier Latin, 2015.

²¹⁹. TESCARI, Renato Montoanelli, *Proteção e reparação coletiva dos investidores no mercado mobiliário*, Dissertação de Mestrado apresentada na PUC-SP em 2020.

CAPÍTULO 6 – CONCLUSÃO.

Nosso objetivo, com este trabalho, foi demonstrar como a responsabilidade civil encontra perplexidades a serem enfrentadas no seio dos fundos de investimento, tratando-se de um instituto que, além de ter sofrido significativas transformações nos últimos tempos, provoca questionamentos sobre como proceder diante de danos causados a investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Vimos que os fundos de investimento têm se tornado um sujeito de direitos *sui generis*, ocupando por vezes uma posição jurídica múltipla: ora como agentes econômicos emissores de valores mobiliários, ora como conjuntos de investidores destinatários de serviços, ora como condomínios sobre um conjunto de cotas. Parece não haver uma superação automática do Direito de Obrigações pelo Direito das Coisas, sobretudo porque ao fundo são imputadas situações distintas, podendo ser titular de direitos e deveres em nome próprio, atuando em juízo e praticando os atos da vida empresarial.

Um dos aspectos mais peculiares deste instituto reside na dependência umbilical que o funcionamento e a manutenção do fundo possuem com a prestação de serviços especializados. Nesse mercado autorregulado, para que seja possível aos investidores figurarem como titulares de patrimônio em condomínio enquanto cotistas, é necessário contratar terceiros, na qualidade de prestadores de serviço, que assumam determinadas posições jurídicas sem as quais o fundo não pode sequer existir.

Os contratos de prestação de serviços ligados à administração têm como escopo viabilizar meios para favorecer um mesmo resultado: levar o fundo a experimentar os melhores resultados dentro dos revezes do mercado, ao exercer atividades derivadas da administração do fundo. O vínculo jurídico que une o fundo dos prestadores de serviço tem natureza contratual e impõe aos contratados um fazer consentâneo com a tarefa que lhes é confiada. Diante disso, investigamos cada uma das prestações de serviços que o fundo pode contratar, a saber, a administração, a gestão da carteira do fundo, a consultoria, a tesouraria, o controle e processamento de ativos, a distribuição de cotas, a

escrituração da emissão e resgate de cotas, a custódia de ativos, a classificação de risco de crédito e a formação de mercado.

Diante da existência de relações jurídicas de prestação de serviços entre terceiros e o fundo composto por investidores – para cujo patrimônio repercute a atuação destes profissionais –, vimos que, no âmbito dos fundos de investimento, é de vital importância compreender os limites dessas situações de risco e desses fatos que podem obstaculizar a marcha do *iter* de execução contratual, a fim de identificar quem responde por eventuais prejuízos causados aos cotistas em cada situação.

Analisando o contexto normativo-regulatório que envolve as figuras do Administrador e dos demais prestadores de serviços essenciais ao fundo, percebemos que há uma inegável responsabilidade de cada um pelos atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares.

Estudamos, ainda, que a obrigação assumida pelos prestadores de serviços contratados pelo fundo, como o Administrador, é caracterizada como obrigação de meio. Assim, caso seja possível comprovar a conformidade de sua conduta com aquela esperada do fundo – logo, a não existência de culpa de sua parte –, desincumbindo-se de tal ônus, a responsabilidade estaria afastada nestas circunstâncias.

Indo mais fundo, exploramos o papel que desempenham os deveres anexos de que os deveres de conduta são espécie. Por força regulatória e contratual, figuras como o Administrador, o Gestor, o Consultor e o Escriturador são obrigados a sempre buscar em suas atividades as melhores condições para o fundo, tendo o cuidado que todo ser humano ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas. Parece claro, assim, que há um compartilhamento de riscos: ao passo que incumbe aos investidores arcar com os riscos de mercado, de liquidez e de crédito, associados, por exemplo, à natural flutuação de valor dos ativos e à viabilidade de liquidação da carteira, cabe à administração do fundo assumir os riscos da operação derivados de possíveis violações jurídicas que sejam ocasionadas ao longo do funcionamento do fundo.

Por fim, anotamos que a regulamentação impõe, em determinadas hipóteses, a responsabilidade solidária entre o Administrador e prestadores de serviços. Além disso, vimos que, em hipóteses específicas, a relação jurídica estabelecida entre o fundo e os seus prestadores de serviços seria evidentemente de consumo, notadamente porque o fundo seria o consumidor de que trata o art. 29 do CDC, vale dizer, exposto às práticas contratuais estabelecidas pelos prestadores de serviços que com ele contratam. O fato de investidores não-profissionais serem tutelados pelas regras protetivas da legislação consumerista não impede a coexistência entre o CDC e a regulamentação da CVM.

BIBLIOGRAFIA.

ABBOUD, Georges. *Direito Constitucional Pós-Moderno*, 1.^a ed., São Paulo: Thomson Reuters Brasil/Revista dos Tribunais, 2021.

ARRIGHI, Giovanni. *O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo*. São Paulo: Contraponto, 5.^a reimpressão, 2006, p. 132.

BARBIERI, Catarina Helena Cortada, *Filosofia e direito privado*, São Paulo: Almedina, 2019.

BARROS MONTEIRO, Washington, *Curso de Direito Civil – Direito das Obrigações – 1^a Parte – Das Modalidades das Obrigações – Dos Efeitos das Obrigações*, 28^a ed., São Paulo, Saraiva, 1995.

BASEDOW, Jürgen. *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, comentários coletivos ao Código Civil alemão coordenados por Kurt Rebmann e Franz Jürgen Säcker, v. 1, 3.^a ed., München: Verlag C. H. Beck, 1993.

BEALE, Hugh G. (editor geral). *Chitty on Contracts (The Law of Contracts)*, obra coletiva, v. I, 30.^a ed., London: Thomson Reuters/Sweet & Maxwell, 2008, p. 233.

BENJAMIM, Antonio Herman V.; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2007.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. São Paulo: Atlas, 17.^a ed., 2019, p. 183.

BOUVERESSE, Jacques. *Prodiges et vertiges de l’analogie: De l’abus des Belles-lettres dans la pensée*, Paris: Raisons d’agir éditions, 1999.

BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: Séculos XV-XVIII*. São Paulo: Martins Fontes, 2.^a ed., 2009, p. 93.

CALAIS-AULOY, Jean; STEINMETZ, Frank. *Droit de la consommation*, 7.^a ed., Paris: Dalloz, 2006.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de Responsabilidade Civil*, 8.^a ed., São Paulo: Atlas, 2008.

CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson, *Curso de Direito Civil – Direito das Obrigações*, 8.^a ed., Salvador: JusPodium, 2014.

Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4.^a ed., Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

CORNU, Gérard. *Relatório apresentado nos trabalhos da Associação Henri Capitant sobre a proteção do consumidor*, t. XXIV, Paris, 1973.

DA VEIGA, Alexandre Brandão. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário*. Coimbra: Almedina, 1999.

DE ALMEIDA, Carlos Ferreira. *Os direitos dos consumidores*, Coimbra, Almedina, 1982.

DE CARVALHO, Mario Tavernard Martins. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

DE KIRÁLY, François. *Sources du droit économique*, *in* Recueil D'études sur les sources du droit, em honneur de François Géný, T. III, Paris: Sirey, 2011.

DE LUCCA, Newton. *Direito do consumidor: teoria geral da relação jurídica de consumo*, 2008.

DE MELLO NETO, Cardozo. *Almeida Nogueira e a cadeira de Economia Política, na Faculdade de Direito*, Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1942.

DE OLIVEIRA, Ubirajara Mach. *Quebra positiva do Contrato*, *in* TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson. *Doutrinas Essenciais – Obrigações e Contratos*, São Paulo: RT, 2011.

DEMOGUE, Rene. *Traité des obligations em général – Sources des obligations*, Paris, Rousseau, 1925.

DOMINGUES DE ANDRADE, Manuel Augusto. *Teoria geral das Obrigações*, 3.^a ed., Coimbra: Almedina, 1966.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento*, São Paulo: Almedina, 2018.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas*. Dissertação de Mestrado, FDUFG: Belo Horizonte, 2012.

FERREIRA, Adriana Nunes. Fundos de investimentos no Brasil: institucionalidade e decisões de alocação de riqueza. In: *Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015*.

FIN-LANGER, Laurence. *L'équilibre contractuel*, Paris: LGDJ, 2002.

FLOUZAT, Denize. *Économie contemporaine*, v. 1, 4.^a ed., Paris: PUF, 1977.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, São Paulo: Quatier Latin, 2006.

FROSSARD, Joseph. *La distinction des obligations de moyens et des obligations de résultat*, Paris : LGDJ, 1965.

GALVÃO TELLES, Inocêncio. *Direito de Obrigações*, 7.^a ed., Coimbra: Coimbra Editora, 1997.

GIOACOMEL, Felipe dos Santos. *Um método algorítmico para operações na bolsa de valores baseado em ensembles de redes neurais para modelar e prever os movimentos dos mercados de ações*. Porto Alegre: PPGC da UFRGS, 2016.

GOMES, Orlando. *Obrigações*, 15.^a ed., Rio de Janeiro: Forense, 2002.

HICKS, Stephen. *Explaining post-modernism: skepticism and socialism from Rousseau to Foucault*. Expanded Edition, Ockham's Razor Publishing, 2011.

HUBERMAN, Leo. *História da riqueza do homem*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora Ltda., 22.^a ed., 2010, p. 74.

JÚNIOR, Ruy Rosado de Aguiar. *Aspectos dos Fundos de Investimento*. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). *Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012.

LADEUR, Karl-Heinz e AUGSBERG, Ino. Auslegungsparadoxien. Zu Theorie und Praxis juristischer Interpretation. *Rechtstheorie* 36, 2005.

_____, _____. *Postmoderne Rechtstheorie. Selbstreferenz – Selbstorganisation – Prozeduralisierung*, Berlin: Dunker & Humblot, 1992.

LE TOURNEAU, Philippe; CADIET, Loïc, *Droit de la responsabilité*, Paris: Dalloz, 2002.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *As relações de consumo e o crédito ao consumidor*, RDM 82, 2017.

LESSIG, Lawrence. *Code: version 2.0.*, New York: Basic Books, 2006.

LI, Yelin; HUI, Bu; LI, Jiahong; WU, Junjie. The role of text-extracted investor sentiment in Chinese stock price prediction with the enhancement of deep learning. In: *International Journal of Forecasting*, Amsterdam: Elsevier, 2020.

LINDSAY, James e PLUCKROSE, Helen. *Cynical Theories: How Activist Scholarship Made Everything about Race, Gender, and Identity – And Why This Harms Everybody*, Pitchstone Publishing, 2020.

LLAMBÍAS, Ignacio Héctor. Agravio Moral, in *Enciclopedia de la Responsabilidad Civil* (dir. ALTERINI, Atilio Aníbal; CABANA, Roberto López), Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1996.

LYOTARD, Jean-François. *La condition postmoderne: rapport sur le savoir*. Paris: Les Éditions de Minuit, 1979.

MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*, 3.^a ed., SP: RT, 1999.

MARTINS DA SILVA, Américo Luís. *O dano moral e a sua reparação civil*, 4.^a ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

MARTINS-COSTA, Judith. *A Boa-Fé no Direito Privado – Critérios para a Sua Aplicação*, Madrid: Marcial Pons, 2015.

MIRANDA, Túlio Almeida de. *Uma análise das funções, deveres e responsabilidades dos custodiantes de fundos de investimentos*, Trabalho de Conclusão de Curso apresentado na FGV-RJ em 2019.

MORAIS, Luiza Rangel. A evolução conjuntural e regulatória das sociedades anônimas e do mercado de valores mobiliários na última década. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 41, 2008.

MURRAU, Andrew D. *The regulation of cyberspace: control in the online environment*, New York: Routhledge-Cavendish, 2007.

NANCY, Jean-Luc. *Juste impossible*, Paris: Bayard, 2007; HUTCHENS, B.C. (ed.) *Jean-Luc Nancy: Justice, Legality and World*, London: Continuum Studies in Continental Philosophy, 2012.

NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. *Leis Civis Comentadas*, 5.^a ed., São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais/Thomson Reuters, 2019.

NOSS, Joseph. *The Fractal Market Hypothesis and Its Implications for the Stability of Financial Markets*. In: *Bank of England Financial Stability Paper*, London: Bank of England, 2013.

PARENTE, Norma Jonssen. CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Tratado de direito empresarial*, v. 6, 2.^a ed., São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

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

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, Parte Geral, t. II, atualizado por Ovídio Rocha Barros Sandoval. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais/Thomson Reuters, 2012.

PRADO, Viviane Muller. *Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores*. In: Modesto Carvalhosa; Luiz Gastão Paes de Barros Leães; e Arnoldo Wald (Org.). *A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

_____, _____; BURANELLI, Vinícius Correa. *Relatório da pesquisa de jurisprudência sobre direito societário e mercado de capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, Caderno Direito GV, nº 9, janeiro de 2006.

RODRIGUES, Silvio. *Direito das Obrigações – Parte Geral das Obrigações*, v. 2, 30.^a ed., São Paulo, Saraiva, 2002.

ROPPO, Vincenzo. *Il contratto*, 2.^a ed., Milano: Giuffrè, 2011.

SANTIAGO, Silvano. Pós-fácio: a explosiva exteriorização do saber. In: LYOTARD, Jean-François. *A condição pós-moderna*, Rio de Janeiro: José Olympo, 2009.

SAVATIER, *La théorie des obligations en droit privé économique*, 4. ed., Paris: Dalloz, 1979.

SCHMIDT-RÄNTSCH, Jürgen. *Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch*, coordenado por Heinz Georg Bamberger e Herbert Roth, v. 1, 2.^a ed., München, Verlag C. H. Beck, 2007.

SOKAL, Alan e BRICMONT, Jean. *Impostures intellectuelles*, Paris: Odile Jacob, 2013.

TESCARI, Renato Montoanelli, *Proteção e reparação coletiva dos investidores no mercado mobiliário*, Dissertação de Mestrado apresentada na PUC-SP em 2020.

TREVISAN, Marco Antonio. *Responsabilidade civil pós-contratual*, in NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. *Doutrinas essenciais – Responsabilidade civil*, São Paulo: RT, 2010.

VAZ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro. *Fundos de investimento mobiliário abertos*. Coimbra: Almedina, 1999.

VESTING, Thomas. *The Network Economy as a challenge to create new Public Law (beyond the State)*. In: LADEUR, Karl-Heinz (org.). *Public Governance in the age of Globalization*. London: Routledge, 2017.

VILLAS BÔAS, Regina Vera. *Marcos históricos relevantes da História da Responsabilidade Civil*; São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, Ano 100, 2011, vol. 908. p. 145-169.

_____, _____. *Concretização dos postulados da dignidade da condição humana e da justiça: vocação contemporânea da responsabilidade civil*. Revista de Direito Privado, Coord. N. Nery e R. M Nery, Ano 12, nº 47, 2011, pp. 121-159.

_____, _____. *Perfis dos conceitos de bens jurídicos*. Revista de Direito Privado - Coord. N. Nery e R. M Nery, Ano 10, nº 37, Jan/mar, 2009, pp. 209-241.

VILELA, Renato. Indenização de Investidores por Termo de Compromisso. In: Processo Societário II. YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Org.). São Paulo: Quartier Latin, 2015.

VIO, Daniel de A. Fundos de investimento: comentário geral. *In*: CUNHA FILHO, Alexandre J. C. da; PICCELLI, Roberto R.; MACIEL, Renata M. (coord.). *Lei da Liberdade Econômica: Anotada*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

YAXBEK, Otavio. A regulamentação das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliário. *In*: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 34/2006, pp. 198/218.

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

_____, _____. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.