



**Leonardo Wortmann Ghiaroni**

**A Responsabilidade Civil dos  
Prestadores de Serviços Essenciais  
ao Fundo de Investimento por Danos  
ao Cotista**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial  
para obtenção do grau de Mestre pelo Programa  
de Mestrado Profissional em Direito Civil  
Contemporâneo e Prática Jurídica, do  
Departamento de Direito da PUC-Rio.

Orientadora: Prof. Aline de Miranda Valverde  
Terra

Coorientador: Prof. Pablo Waldemar Renteria

Rio de Janeiro,  
08 de abril de 2024



**Leonardo Wortmann Ghiaroni**

**A Responsabilidade Civil dos  
Prestadores de Serviços Essenciais  
ao Fundo de Investimento por Danos  
ao Cotista**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada como requisito parcial  
para obtenção do grau de Mestre pelo Programa  
de Mestrado Profissional em Direito Civil  
Contemporâneo e Prática Jurídica, do  
Departamento de Direito da PUC-Rio.

**Prof. Aline de Miranda Valverde Terra**

Orientadora

Departamento de Direito da PUC-Rio

**Prof. Pablo Waldemar Renteria**

Coorientador

Departamento de Direito da PUC-Rio

**Prof. Caio Machado Filho**

Departamento de Direito da PUC-Rio

**Prof. Ricardo Mafra**

Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados

Departamento de Direito da UERJ

Rio de Janeiro, 08 de abril de 2024

Todos os direitos reservados. A reprodução, total ou parcial do trabalho, é proibida sem a autorização da universidade, da autora e do orientador.

### **Leonardo Wortmann Ghiaroni**

Graduou-se *summa cum laude* em Direito pela Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito Rio), em 2021. Advogado.

#### Ficha Catalográfica

Ghiaroni, Leonardo Wortmann

A responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento por danos ao cotista / Leonardo Wortmann Ghiaroni; orientadora: Aline de Miranda Valverde Terra; coorientador: Pablo Waldemar Renteria. – 2024.

134 f.; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Direito, 2024.

Inclui bibliografia

1. Direito – Teses. 2. Responsabilidade civil. 3. Fundos de investimento. 4. Administrador do fundo de investimento. 5. Gestor de carteira. 6. Inadimplemento contratual. I. Terra, Aline de Miranda Valverde. II. Renteria, Pablo Waldemar. III. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Direito. IV. Título.

CDD: 340

A Almir, Georgia e Maria Luiza,  
Os três pilares de tudo que sou

## **Agradecimentos**

À minha orientadora Aline de Miranda Valverde Terra e ao meu coorientador Pablo Waldemar Renteria, cujos valiosos ensinamentos, apoio incansável e minuciosa revisão tornaram possível este estudo.

A Almir, Georgia, Gabi e Hugo, o começo, meio e fim de tudo.

A Maria Luiza, meu amor e prova viva de que, a dois, nada é impossível.

A Maria Inês e Antonio Guilherme, meus exemplos dentro e fora do Direito.

Aos meus irmãos João Gabriel, Felipe, João Pedro, João Vitor e Rodrigo. Com as companhias certas, a parte boa da vida é, sem sombra de dúvida, a jornada.

Aos professores do Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica da PUC-Rio, cujos ensinamentos transmitidos ao longo desses dois anos pavimentaram o caminho para a elaboração deste trabalho.

Aos colegas do Mestrado Profissional em Direito Civil Contemporâneo e Prática Jurídica da PUC-Rio, pela oportunidade de crescer juntos.

Aos amigos, colegas e familiares que, direta ou indiretamente, contribuíram ao desenvolvimento deste estudo.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001

## **Resumo**

GHIARONI, Leonardo Wortmann. **A Responsabilidade Civil dos Prestadores de Serviços Essenciais ao Fundo de Investimento por Danos ao Cotista**. Rio de Janeiro, 2024. 134p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Direito. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente estudo tem por objeto examinar as normas regentes da responsabilização civil do administrador e do gestor do fundo de investimento (denominados conjuntamente “prestadores de serviços essenciais” pela regulação da Comissão de Valores Mobiliários) por danos causados aos seus cotistas, bem como os critérios de análise que devem ser empregados pelo tomador de decisão para determinar tal responsabilidade no caso concreto. Para tanto, a análise aqui empreendida é segmentada nos exames sucessivos sobre (i) a relação jurídica contratual existente entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais, com especial ênfase nos deveres atribuídos a estes e no conteúdo do adimplemento contratual que destes se espera; (ii) a ocorrência e os contornos do inadimplemento dos deveres atribuídos aos prestadores de serviços essenciais à luz das normas que disciplinam a responsabilidade civil destes perante os cotistas; e (iii) os critérios a ser adotados e as questões que necessitam ser enfrentadas pelo julgador para determinar a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais perante os cotistas no caso concreto.

## **Palavras-chave**

Responsabilidade civil. Fundos de investimento. Administrador do fundo de investimento. Gestor de carteira. Inadimplemento contratual. Deveres fiduciários.

## **Abstract**

GHIARONI, Leonardo Wortmann. **The Civil Liability of Providers of Essential Services to the Investment Fund for Damages to Its Investors**. Rio de Janeiro, 2024. 134p. Master's Dissertation – Department of Law. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study seeks to examine the norms regarding the civil liability of administrators and managers of investment funds (categorized in the regulatory acts of the Brazilian Securities Commission as “essential services providers to the investment fund”) for damages caused to the funds’ investors, as well as the criteria to analyze by the decision maker to determine such liability in concrete cases. For this purpose, the analysis made in this study is segmented in successive investigations regarding (i) the contractual relationship between the funds’ investors and the essential services providers, with special emphasis on the duties attributed to the latter and in the content of the contractual performance owed by these actors; (ii) the occurrence and characteristics of the contractual breach of the duties attributed to the essential services providers in the context of the norms that discipline the civil liability of these actors for damages caused to the funds’ investors; and (iii) the criteria to be adopted and the issues to be addressed by the decision maker in order to determine the civil liability of essential services before the funds’ investors in concrete cases.

## **Keywords**

Civil liability. Investment funds. Investment fund administrator. Investment fund manager. Contractual breach. Fiduciary duties.

## Sumário

Índice de abreviações .....	11
Introdução .....	13
Por que debater a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento? .....	15
O objetivo e a estrutura deste estudo .....	17
1. O vínculo contratual entre o cotista e os prestadores de serviços essenciais.....	18
1.1 O cotista e os prestadores de serviços essenciais: propriedade do capital vs. administração do capital.....	19
1.1.1 Cotista .....	21
1.1.2 Prestadores de serviços essenciais.....	22
1.2 O contrato positivado no regulamento do fundo de investimento.....	29
1.3 Deveres dos prestadores de serviços essenciais decorrentes do regulamento e da lei.....	33
1.3.1 Deveres inerentes às atividades de administração e gestão de carteira.....	34
1.3.2 Deveres fiduciários .....	38
1.3.3 Outros deveres decorrentes de normas legais e regulatórias .....	46
1.3.4 A influência da assembleia geral de cotistas nas funções dos prestadores de serviços essenciais .....	47
1.4 Conclusão parcial: a relação contratual entre os prestadores de serviços essenciais e a sua informação pelas normas legais e regulatórias aplicáveis.....	48
2. O inadimplemento e o regime de responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais por danos aos cotistas .....	50
2.1 A responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais sob a ótica do inadimplemento contratual.....	50
2.1.1 O interesse dos cotistas em conferir recursos ao fundo de investimento.....	55
2.1.2 Responsabilidade civil e administrativa: distinção necessária .....	58
2.1.3 Inadimplemento contratual, dano ao cotista e a responsabilização civil dos prestadores essenciais .....	59
2.2 Possibilidade de modulação dos critérios de responsabilização pelo regulamento .....	61



2.2.1	Critérios obrigatórios ao exame da responsabilidade: obrigações de meio e riscos inerentes ao mercado (art. 1.368-D, § 2º)	66
2.3	A classificação da responsabilidade dos prestadores essenciais conforme o dano mediato ou imediato aos cotistas	71
2.3.1	Dano indenizável decorrente de inadimplemento de deveres devidos diretamente aos cotistas	71
2.3.2	Dano indenizável decorrente de atos exercidos em nome dos cotistas	72
2.4	O cotista consumidor: aplicabilidade ou não do CDC às relações com os prestadores essenciais do fundo de investimento	74
2.4.1	A aplicação do Código de Defesa do Consumidor à relação entre o cotista e o administrador e gestor de carteira na jurisprudência do STJ	77
2.4.2	A necessária discussão sobre a pertinência (e a possibilidade) do enquadramento do investidor no regime protetivo do Código de Defesa do Consumidor	81
2.5	Conclusão parcial: a responsabilidade civil dos prestadores essenciais à luz do Código Civil e do Código de Defesa do Consumidor	87
3.	Procedimento e critérios para aferição da responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento	90
3.1	O inadimplemento como evento deflagrador e conformador da responsabilidade civil dos prestadores essenciais	90
3.1.1	A identificação dos deveres descumpridos de acordo com os bens jurídicos violados	91
3.1.2	Inadimplemento de obrigações de meio e de resultado	93
3.1.3	A delimitação do inadimplemento como absoluto ou relativo e a quantificação do dano	98
3.1.4	A constatação de dolo ou culpa	100
3.2	Os danos causados pelos prestadores de serviços essenciais	100
3.2.1	A vítima do dano: o fundo de investimento ou os cotistas?	101
3.2.2	Os principais exemplos de dano ao cotista	104
3.3	A verificação do nexo causal entre inadimplemento e dano	111
3.3.1	O artigo 403 do Código Civil e a teoria do dano direto e imediato	112
3.3.2	O campo de aplicação da causalidade adequada e do nexo causal presumido	114
3.4	Definição das vítimas e legitimação ativa para o pleito indenizatório	116

3.4.1 A definição dos cotistas afetados pelo inadimplemento dos prestadores essenciais .....	116
3.4.2 A legitimação ativa para a propositura de ação indenizatória .....	117
Conclusão .....	125
Bibliografia.....	128

## **Índice de abreviações**

Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada;
Código de Processo Civil	Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015, conforme alterada;
Código de Defesa do Consumidor	Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990, conforme alterada;
Constituição da República	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, conforme alterada;
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários;
Fiagro	Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegócio;
FII	Fundo de Investimento Imobiliário;
Instrução CVM 409	Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, conforme alterada, revogada pela Instrução CVM 555;
Instrução CVM 555	Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada, revogada pela Resolução CVM 175;
Lei 6.385	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada;
Lei 6.404 ou Lei das S/A	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada;
Lei 7.347	Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985, conforme alterada;
Lei 7.913	Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989, conforme alterada;

Lei 8.668	Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, conforme alterada;
Lei 13.874 ou Lei da Liberdade Econômica	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, conforme alterada;
Resolução CVM 21	Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, conforme alterada
Resolução CVM 30	Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, conforme alterada.
Resolução CVM 160	Resolução CVM nº160, de 13 de dezembro de 2022, conforme alterada;
Resolução CVM 175	Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, conforme alterada;
STJ	Superior Tribunal de Justiça;

## Introdução

Sociedade nenhuma se desenvolve sem uma economia apta a produzir, ofertar e fornecer os bens e serviços necessários à vida dos seus integrantes. E, a seu turno, toda economia tende a se beneficiar relevantemente de um sistema financeiro saudável e transparente, capaz de captar e alocar de modo eficiente os recursos de agentes superavitários e alocá-los, em regra mediante remuneração, a projetos produtivos empreendidos por agentes deficitários.

Da importância dos sistemas financeiros à vida em sociedade sucede ser interesse de qualquer ordenamento jurídico criar e reforçar normas capazes de disciplinar os veículos e agentes encarregados do seu funcionamento. No caso do mercado de valores mobiliários brasileiro<sup>1</sup>, um desses veículos e dois desses agentes de relevância central e crescente são o fundo de investimento, seu administrador e seu gestor de carteira, respectivamente.

Trata-se o fundo de investimento, de modo semelhante às sociedades empresárias, de estrutura jurídica voltada a viabilizar o atingimento de determinado fim econômico – no caso daquele, a captação de recursos junto ao público investidor com a finalidade da sua alocação, de acordo com estratégia pré-determinada e com o objetivo de gerar resultado econômico positivo àqueles que aportaram nessa espécie de veículo<sup>2</sup>.

Eis aí as duas dinâmicas fundamentais do fundo de investimento abrangidas pelo presente estudo: (i) a captação de recursos, realizada pelos prestadores de serviços responsáveis pela sua constituição mediante a emissão e oferta de cotas representativas do patrimônio do veículo, a ser subscritas e integralizadas por investidores; e (ii) a alocação dos valores aportados pelos titulares de cotas (i.e. os

---

<sup>1</sup> A concepção do mercado de valores mobiliários, ou mercado de capitais, como parte integrante do sistema financeiro é bem percebida por Nelson Eizirik, Ariadna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques: “O sistema financeiro é segmentado nos seguintes subsistemas: o mercado de crédito; o mercado monetário; o mercado cambial; e o mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)”. (In: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais — regime jurídico*. 2ª ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 7)

<sup>2</sup> Em sentido semelhante, Juliana B. B. Martins: “Os fundos de investimento desempenham a função de intermediar a captação de poupança popular, mediante a emissão de valores mobiliários, de um lado, e a transmissão da poupança popular a operadores do mercado financeiro, de outro lado”. (In: MARTINS, Juliana Bastianello Baldin. *Conflito de Interesses na Administração de Fundos de Investimento: Hipóteses e Mecanismos para Solucionar Situações Conflituosas*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 36)

cotistas) em bens e direitos compatíveis com a política de investimento do fundo, a ser conduzida pelo gestor de carteira, com a atribuição de demais competências necessárias ao funcionamento do veículo ao administrador– esses dois agentes reunidos na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sob a categoria “*prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento*” (Resolução CVM 175, artigo 3º, inciso XXX)<sup>3</sup>.

A relação entre cotistas e prestadores essenciais é, assim, marcada tanto (i) pela confiança em que estes atuarão dentro de suas respectivas esferas de competência em estrita observância dos deveres que lhes atribui a lei, a regulação da CVM e o contrato que os obriga perante os titulares de cotas, positivado em instrumento denominado o *regulamento* do fundo; e (ii) na posição de risco em que se colocam, sujeitando-se a perdas patrimoniais decorrentes não das oscilações do mercado, mas do inadimplemento dos deveres destinados ao administrador e ao gestor de carteira<sup>4</sup>.

A fim de assegurar a atuação dos prestadores essenciais em consonância com a confiança depositada pelos cotistas, uma série de deveres é atribuída àqueles pela lei e pela CVM, agência reguladora criada pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 para fiscalizar, regular e disciplinar os agentes atuantes no mercado de valores mobiliários – aí incluídos os fundos de investimento, seus administradores e gestores de carteira<sup>5</sup>.

A só existência de tais normas, contudo, é insuficiente a garantir a regularidade da atuação dos prestadores essenciais em prol dos cotistas – e, por conseguinte, a manter a higidez do mercado de valores mobiliários no que diz respeito à alocação da poupança popular em cotas de fundos de investimento. Paralelamente, é preciso assegurar a existência de meios aptos a proporcionar a

---

<sup>3</sup> Neste estudo também chamados, abreviadamente, apenas de “prestadores essenciais”.

<sup>4</sup> A problemática é reconhecida também por David Schechtman e Caio Brandão, sob a ótica das relações de agência: “Administradores e gestores (agentes) possuem uma relação complexa com os investidores. Há um custo relativamente grande de constituir, administrar e investir de modo efetivo recursos. Não são todas as pessoas que têm capacidade de realizar essas tarefas individualmente. A solução que um investidor potencial tem é justamente contratar um especialista para desempenhar essas funções. Contudo, em qualquer relação de agência, há a possibilidade de o agente abusar de sua posição”. (In: SCHECHTMAN, David Casz; BRANDÃO, Caio. *Liberdade ou abuso contratual: limitação da responsabilidade por violação de deveres fiduciários de gestores e administradores de fundos de investimentos e a experiência dos Estados Unidos*. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 314)

<sup>5</sup> Lei 6.385, artigo 2º: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;”

sanção aos agentes faltosos – o que, no direito brasileiro, ocorre no âmbito da regulação e punição, pela CVM, das normas por ela expedidas e da sua inobservância, respectivamente – e à reparação dos danos causados aos cotistas vítimas do inadimplemento.

Justamente o conjunto de normas destinado à consecução desse segundo fim constitui o objeto de análise do presente estudo: a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento por danos causados aos seus cotistas.

### **Por que debater a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento?**

Se os fundos de investimento são, hoje, um pilar do mercado de valores mobiliários e, conseqüentemente, parte relevante do sistema financeiro nacional, não se pode negar a sua importância na construção de uma economia saudável e apta à consecução de vários dos objetivos fixados no artigo 170 da Constituição da República à ordem econômica nacional. Cite-se, por exemplo, a função social da propriedade (inciso III), na medida em que a possibilidade de o investidor alocar seus recursos em projetos produtivos evita a ociosidade da poupança popular; a livre concorrência (inciso IV), na medida em que sociedades empresárias têm mais fácil acesso a capital para financiar suas atividades; e a busca do pleno emprego (inciso VIII), visto que parte dos recursos captados junto ao mercado de capitais não raras vezes é destinada à contratação de novos postos de trabalho necessários à implementação de novos projetos.

Essa própria contribuição do fundo de investimento à criação e manutenção de um sistema financeiro capaz de atender as necessidades da economia brasileira configura o motivo que comanda e justifica o estudo de um dos aspectos mais relevantes ao funcionamento dos fundos de investimento, qual seja, a relação jurídica fiduciária entre cotistas e prestadores de serviços essenciais e a responsabilidade destes por danos causados aos primeiros. Esse aspecto do instituto se torna tanto mais pronunciado quando se considera a sua utilidade para viabilizar a diversificação de investimentos à disposição do pequeno investidor<sup>6</sup>, em regra

---

<sup>6</sup> “Fundos de Investimento são condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. Constituem-se num mecanismo organizado, com a

mais inexperiente e vulnerável do que os participantes de maior porte no mercado, como bancos, carteiras administradas e outros fundos de investimento, entre outros agentes.

Há, com efeito, relevância no cumprimento das normas atribuídas aos prestadores de serviços essenciais não só para os cotistas do fundo de investimento, mas para a própria sensação de higidez e transparência dos agentes atuantes no mercado de valores mobiliários – desde investidores de menor aos de maior porte. Considere-se por hipótese o caso da gestora de um determinado fundo que incorra em inadimplemento causador de perdas e danos de seus cotistas – mas que, além do fundo em que ocorreu o dano, atue também na gestão de uma série de outros veículos semelhantes. Em um tal caso, a depender da gravidade da conduta praticada, cotistas de outros fundos geridos pela gestora hipotética em questão podem optar por se desfazer de suas posições, por receio de que faltas semelhantes podem ocorrer com seus investimentos.

O mercado de capitais é, sobretudo, um ambiente em que se disseminam, coletam e processam informações que orientarão a tomada de decisões pela compra ou pela venda de ações, debêntures, certificados de recebíveis – e, com pronunciada (e ainda crescente) relevância, cotas de fundos de investimento. Assim, a notícia de que um prestador de serviços essenciais agiu não só em violação aos deveres que regulam sua relação para com os cotistas, mas também de modo a causar danos a estes, pode reverberar negativamente entre investidores, incitando a venda de ativos e, no limite, instilando uma sensação de insegurança no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Essa relação sistêmica entre o adimplemento de relações jurídicas contratuais que obrigam os prestadores de serviços essenciais perante os cotistas de um determinado fundo de investimento e o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários justifica a importância de se estudar, debater e propor critérios para determinar e mensurar a responsabilidade do administrador e do gestor de

---

finalidade de captar e investir recursos no mercado financeiro, transformando-se numa forma coletiva de investimento, com vantagens, sobretudo, para o pequeno investidor individual.” (destacou-se) (In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 78. Disponível em <[livro\\_top\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](#) (www.gov.br)>. Acesso em 12.02.2024)



carteira por danos decorrentes do inadimplemento de deveres devidos aos titulares de cotas que figuram no polo credor de tais obrigações.

### **O objetivo e a estrutura deste estudo**

O presente estudo tem por objeto (i) examinar as normas legais e regulatórias aplicáveis aos deveres atribuídos aos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento perante os cotistas e o regime de responsabilidade civil voltado à reparação dos danos causados pela conduta inadimplente dos primeiros aos segundos; e (ii) debater e propor critérios para determinar em que hipóteses o gestor de carteira e/ou o administrador devem ser responsabilizados por danos causados aos cotistas.

Para atingir esse objetivo, a análise será estruturada em três capítulos. No primeiro, investigar-se-ão os contornos da relação contratual estabelecida entre os cotistas do fundo de investimento perante os seus prestadores de serviços essenciais, com ênfase nos diferentes deveres devidos por estes últimos aos primeiros.

O segundo capítulo será destinado ao exame do inadimplemento, pelos prestadores essenciais, dos deveres atribuídos a estes perante os cotistas do fundo de investimento. Feito isso, serão analisadas as normas do Código Civil regentes do regime de responsabilidade civil aplicável ao administrador e ao gestor de carteira, suas peculiaridades e melhor forma de interpretação considerando o funcionamento particular desse veículo.

No terceiro capítulo serão discutidos e propostos critérios para solucionar as questões comumente enfrentadas na inquirição de eventual responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais por danos causados aos cotistas. Tais questões dizem respeito (i) à análise das características do inadimplemento que deflagra o exame da responsabilidade; (ii) à identificação do dano supostamente causado pelo prestador essencial aos cotistas; (iii) à definição do nexo de causalidade que une o inadimplemento dos prestadores essenciais ao dano amargado pelos cotistas; e (iv) à delimitação dos cotistas efetivamente vitimados pelo inadimplemento dos prestadores essenciais e a legitimidade ativa para propositura da correspondente ação indenizatória.

## 1. O vínculo contratual entre o cotista e os prestadores de serviços essenciais

A manutenção da estrutura e a consecução do objeto do fundo de investimento – a alocação e gestão da carteira de ativos voltada à obtenção de vantagem econômica aos cotistas – depende da atuação dos prestadores de serviços contratados para tanto<sup>7</sup>. Entre os prestadores das mais variadas funções necessárias ao funcionamento do condomínio, como a custódia de ativos, distribuição das cotas de sua emissão e tesouraria, dois sobressaem pelo caráter fundamental de seus respectivos encargos: o administrador do fundo e o gestor de carteira, que, não à toa, são reunidos pela regulação da CVM na categoria de “*prestadores de serviços essenciais*”<sup>8</sup>.

Como será exposto em maiores detalhes a seguir, enquanto a atividade de administração do fundo de investimento compreende o conjunto de funções necessárias à manutenção e ao funcionamento do condomínio<sup>9</sup> – a elaboração de demonstrações financeiras e o diálogo com os cotistas, por exemplo –, a gestão de carteira compreende os atos e procedimentos relacionados à tomada de decisão sobre quais bens e direitos devem compor a carteira do fundo, de acordo com a sua política de investimento pré-estabelecida e consignada no regulamento<sup>10</sup>.

Sem prejuízo de suas funções específicas, como se depreende da Resolução CVM 175, tanto o administrador como o gestor de carteira têm seus respectivos

---

<sup>7</sup> Resolução CVM 175, artigo 80: “O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo.”

<sup>8</sup> Resolução CVM 175, artigo 3º, inciso XXX: “Art. 3º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: (...) XXX – prestadores de serviços essenciais: administrador e gestor do fundo;”

<sup>9</sup> “(...) O administrador é o representante do fundo (*rectius*, da coletividade de cotistas) e o encarregado de desempenhar os atos necessários à sua constituição e ao seu regular funcionamento. Compreendem-se nas atribuições do administrador diversos serviços de apoio e controle, tais como tesouraria, escrituração de cotas, custódia, controle e processamento de ativos financeiros, que podem ser prestados pessoalmente pelo administrador ou por terceiros por ele contratados, que estejam legalmente habilitados.” (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 19)

<sup>10</sup> “(...) O gestor, assim, ocupa posição proeminente no fundo de investimento, sendo o profissional responsável por tomar as decisões de investimento com os recursos dos cotistas. Assiste-lhe igualmente o exercício do direito de voto inerente aos ativos que compõem o fundo, como, por exemplo, as ações emitidas pelas companhias investidas.” (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 20)

liames obrigacionais com os cotistas decorrentes da mesma origem: o contrato celebrado entre as partes e corporificado no regulamento do fundo de investimento, cuja relação com as normas legais e regulatórias e o impacto sobre a esfera de obrigações dos prestadores de serviços essenciais configuram o objeto de análise neste capítulo.

Isso no intuito de examinar e responder a seguinte questão: qual o conteúdo do adimplemento das prestações do administrador e do gestor de carteira no contrato celebrado entre estes e os cotistas?

### **1.1 O cotista e os prestadores de serviços essenciais: propriedade do capital vs. administração do capital**

Por se tratar o fundo de investimento de um ente de natureza condominial (Código Civil, art. 1.368-C, caput, e Resolução CVM 175, art. 4º), sem personalidade jurídica, e, portanto, incapaz de ser titular de direitos próprios cuja violação faça nascer o dever de indenizar, o estudo da responsabilidade por danos que impactem o valor das cotas do fundo ou os bens a elas subjacentes há de partir da premissa, adotada como alicerce do presente trabalho, do cotista como vítima de tais danos.

E, na hipótese de os referidos danos serem causados por atos ou omissões dos prestadores de serviços essenciais, faz-se necessário analisar os diferentes aspectos do relacionamento entre os cotistas do fundo, de um lado, e os prestadores de serviços essenciais, do outro.

Os cotistas do fundo de investimento e os prestadores de serviços essenciais são unidos por um contrato, pelo qual os primeiros, por meio da integralização de cotas, conferem bens e direitos ao condomínio, para que o administrador e o gestor de carteira, dentro de suas respectivas áreas de competência, mantenham e aloquem tais valores de acordo com a política de investimento do fundo, sempre em busca de resultado econômico positivo aos cotistas.

Há, com efeito, relação jurídica entre (i) os proprietários do capital investido, que o conferem ao condomínio a fim de auferir retorno econômico positivo a partir do montante investido, e (ii) os administradores e gestores de tal capital, encarregados de fazer cumprir o objeto para o qual se constituiu o fundo de investimento, nos termos previstos em seu regulamento.

Esse vínculo entre os proprietários e os administradores do capital investido é reconhecido também no contexto societário pela doutrina comparatista<sup>11</sup>, nacional<sup>12</sup> e pelo Colegiado da CVM<sup>13</sup>, com a diferença marcante de que o relacionamento entre acionistas e administradores da sociedade é mediato, com a existência de pessoa jurídica gerida por estes e de propriedade daqueles, na forma de titularidade das ações de sua emissão.

No caso dos fundos de investimento, essa lógica fundamental influencia profundamente tanto a dinâmica da relação entre cotistas e os prestadores de serviços essenciais como a disciplina da atuação destes últimos em prol dos primeiros – pela lei, pela regulamentação da CVM ou pelo próprio regulamento do condomínio.

---

<sup>11</sup> Dinâmica semelhante é observada por John Armour, Luca Enriques, Henry Hansmann e Reinier Kraakman em estudo comparado da disciplina das sociedades anônimas em ordenamentos distintos. Segundo os autores, “[d]uas características centrais da forma de S.A. estão na base da governança corporativa. A primeira é a propriedade dos investidores, que, dada a extensão dos mercados de capitais contemporâneos, implica que o controle supremo da empresa reside frequentemente nas mãos de acionistas que estão muito agastados das operações diárias da empresa e incorrem em custos de informação e coordenação significativos. A segunda é a administração delegada, que é funcional precisamente por causa dos custos de informação e coordenação dos acionistas. Essa delegação, por sua vez, acarreta custos de agência acionista-administrador.” (KRAAKMAN, Reinier et. al. *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Trad. Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 111)

<sup>12</sup> “Muito embora os fundos de investimento sejam usualmente encarados a partir de suas características econômicas, como a possibilidade de conjunção de recursos de diversos investidores e de diversificação de investimentos, o traço mais característico dessa figura é, como se mencionou, a separação entre propriedade e gestão: poupadores investem nesse tipo de veículo com a finalidade precípua de que a gestão de seus recursos seja delegada a um terceiro especializado no segmento no qual se deseja investir, cuja atuação determinará o desempenho do fundo.” (In: TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas, MAFRA, Ricardo. A responsabilidade de gestores em fundos de investimento de “gestão não discricionária”. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 269)

<sup>13</sup> Como já reconheceu a Diretora da CVM, Luciana Dias, em voto de relatoria proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 15/08: “12. Por isso, as normas aplicáveis a fundos de investimento presumem uma separação entre os proprietários e os gestores dos recursos do fundo. Os principais objetivos das normas que regem a administração de recursos de terceiros são alinhar os interesses do investidor e daqueles que agem em seu nome, estabelecer mecanismos pelos quais os investidores possam supervisionar a gestão feita pelos administradores, bem como impor um regime fiduciário e de responsabilidade dos gestores dos fundos em relação aos seus cotistas”. (In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador nº 15/08*. Relatoria da Diretora Luciana Dias. Julgamento em 28/02/2012. Disponível em <[Processo Sancionador 15/2008 \(cvm.gov.br\)](http://Processo Sancionador 15/2008 (cvm.gov.br))>. Acesso em 25.08.2023, destacou-se)

### 1.1.1 Cotista

Os cotistas justificam a própria existência do fundo de investimento – sem investidores dispostos a conferir recursos ao condomínio, não teria com o que o gestor de carteira investir, e tampouco fundo para o administrador manter. Não se revestindo o fundo de personalidade jurídica e não se qualificando como sujeito de direitos e deveres, pode-se entender a coletividade dos cotistas como contratante dos serviços dos prestadores de serviços essenciais, coisa que fazem mediante a subscrição e integralização das cotas ofertadas a mercado e sujeitas ao regulamento do fundo.

Ao aderir ao regulamento por meio da conferência de bens ao condomínio, o cotista efetivamente confia em que o administrador e o gestor de carteira prestarão seus respectivos serviços com vistas ao melhor interesse do primeiro, de modo a gerar o maior resultado econômico possível sobre os recursos aportados no fundo dentro dos limites da sua política de investimento<sup>14</sup> e adotando a prudência, cautela e procedimentos adequados e em conformidade com a regulamentação e legislação aplicáveis.

A conferência, pelo cotista, de valores ao fundo de investimento parte do pressuposto lógico de que a gestão profissionalizada dos recursos pelos prestadores de serviços essenciais terá maior capacidade de gerar resultado econômico positivo do que se o próprio cotista o fizesse. Não só isso, a reunião de recursos de diversos investidores – muitos dos quais não serão investidores de grande e, não raro, nem de médio porte – permite acesso a mercados e produtos de investimento por vezes inacessíveis a cada cotista individualmente.

O ato de investir, contudo, enquanto possibilita ao cotista auferir maior resultado econômico a partir da alocação dos bens de sua propriedade por gestores de capital profissionais, também coloca uma maior distância no controle dos referidos bens, convertidos em cotas de emissão do fundo, do que se o próprio cotista o fizesse.

---

<sup>14</sup> “Nesse sentido, entendemos que a gestão da carteira não é realizada ao sabor do gestor, tampouco do administrador na ausência do gestor; pelo contrário, gestor e administrador estão severamente adstritos o que dispõe a política de investimentos do regulamento do fundo, bem como às demais normas regulatórias que regem sua atividade, sendo responsável pelos seu fiel cumprimento, mormente no que tange aos ativos permitidos, limites de concentração, controle de riscos e política de voto.” (KUGLER, Herbert Morgenstern. *O Poder de Controle no Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 170)

A fim de assegurar o respeito à confiança depositada pelos investidores que subscrevem e integralizam cotas do fundo, a lei e a regulação da CVM desenvolveram um arcabouço de normas impositivas de deveres aos prestadores de serviços do fundo. Tais normas, que serão pormenorizadamente analisadas adiante, possuem como fundamento resguardar os cotistas do fundo, e, por extensão, a higidez e transparência do mercado de valores mobiliários.

Paralelamente às normas legais e regulatórias voltadas a protegê-los, a coletividade de cotistas pode resguardar seus interesses e fazer valer a sua vontade na governança do fundo de investimento por meio do voto em assembleia geral. Entre as matérias indicadas pela Resolução CVM 175 como de competência privativa da assembleia geral de cotistas está a substituição dos prestadores de serviços essenciais (artigo 70, inciso II<sup>15</sup>) – deliberação que, sendo aprovada por titulares de classe específica de cotas, impõe que tal classe seja cindida do restante do fundo (artigo 70, § 1º<sup>16</sup>).

#### 1.1.2 Prestadores de serviços essenciais

A titularidade do capital investido pelos cotistas, que o conferem ao condomínio mediante a integralização de cotas, não retira a posição central da atuação dos prestadores de serviços essenciais no sucesso ou insucesso do fundo em desempenhar sua política de investimento. Muito ao contrário: não só (i) o administrador e o gestor de carteira são encarregados de elaborar o regulamento do fundo, que delinea suas respectivas funções e deveres para com os cotistas e com base no qual estes vão avaliar se adquirirão ou não as cotas ofertadas a mercado, mas (ii) não raras vezes a própria reputação e *expertise* dos prestadores de serviços essenciais desempenhará papel decisivo na decisão do investidor de alocar seu capital no fundo<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Resolução CVM 175, artigo 70, inciso II: “Compete privativamente à assembleia de cotistas deliberar sobre: (...) II – a substituição de prestador de serviço essencial;”

<sup>16</sup> Resolução CVM 175, artigo 70, § 1º: “Caso o fundo possua diferentes classes de cotas e os cotistas de uma determinada classe deliberem substituir prestador de serviço essencial, tal classe deve ser cindida do fundo.”

<sup>17</sup> Milena Donato Oliva e Pablo Renteria reconhecem esse fato especificamente com relação ao gestor de carteira. Para os autores, “[c]om efeito, mais comumente, os investidores são atraídos pela expertise financeira e a reputação profissional do gestor, que procura então instituição financeira disposta a prestar-lhe os serviços necessários à constituição e à administração do fundo de investimento. O gestor, assim, ocupa posição proeminente no fundo de investimento, sendo o profissional responsável por tomar as decisões de investimento com os recursos dos cotistas. Assiste-

Faceta adicional da atuação ao administrador e do gestor de carteira é a atribuição, a estes, do poder de contratar terceiros prestadores de serviços, em nome do fundo de investimento e mediante instrumentos celebrados por escrito<sup>18</sup>. Tais contratações, preceitua a regulamentação da CVM, devem ser precedidas de “*prévia e criteriosa análise e seleção do contratado*”<sup>19</sup>, com o dever adicional de o prestador essencial contratante figurar como interveniente anuente no contrato – previsão de relevância relativizada pelo fato de o prestador essencial, não raras vezes, celebrar o contrato na qualidade de representante do fundo de investimento contratante do terceiro prestador de serviços.

A relevância dos papéis atribuídos aos prestadores de serviços essenciais reforça a posição de depositários da confiança dos investidores exercida por esses agentes. O adimplemento, portanto, das obrigações a eles imputadas perante os cotistas demanda não só a execução estrita das funções relacionadas à administração do fundo e à gestão de carteira, mas a observância dos deveres previstos no regulamento, nas normas legais e regulatórias aplicáveis voltadas à tutela dessa confiança.

Analizada sob a perspectiva da moderna teoria do adimplemento contratual, pela qual, na doutrina de Aline de Miranda Valverde Terra, o cumprimento do contrato consiste não só na execução estrita das prestações previstas, mas na efetiva consecução do resultado útil almejado pelas partes<sup>20</sup>, a manutenção da confiança

---

lhe igualmente o exercício do direito de voto inerente aos ativos que compõem, o fundo, como, por exemplo, as ações emitidas pelas companhias investidas” (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 23).

<sup>18</sup> Resolução CVM 175, artigo 80, caput: “O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo”.

<sup>19</sup> Resolução CVM 175, artigo 80, parágrafo único: “A contratação de terceiros por prestador de serviço essencial deve contar com prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo o prestador de serviços essencial, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente”.

<sup>20</sup> “Ganha força, nesse sentido, o entendimento segundo o qual o adimplemento não se subordina apenas à execução do comportamento devido, mas depende, também, da efetiva produção do resultado útil programado. Noutros termos, o credor não deseja o cumprimento da prestação-conduta do devedor em abstrato, mas da “prestação que concretiza e efetiva um resultado desejado e programado. E só haverá propriamente cumprimento. E só haverá propriamente o cumprimento quando a atuação da prestação pelo devedor implementa o programa obrigacional quando a atuação da prestação pelo devedor implementa o programa obrigacional enquanto resultado a proporcionar ao credor” (In: TERRA, Aline de Miranda Valverde. A Contemporânea Teoria do Inadimplemento: Reflexões sobre a Violação Positiva do Contrato, o Inadimplemento Antecipado e o Adimplemento Substancial. In: MONTEIRO, Carlos Edison do Rêgo et. al. (orgs.). *Direito Civil*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015, p. 186).

depositada pelos cotistas nos prestadores de serviços essenciais compõe o próprio núcleo obrigacional da relação contratual decorrente da aderência ao regulamento mediante a subscrição e integralização das cotas do fundo. Desse modo, com efeito, a violação da fidúcia do investidor no administrador ou no gestor de carteira é, por si, fato capaz de ensejar o inadimplemento contratual e a consequente responsabilização dos prestadores de serviços pelos danos causados à coletividade de cotistas.

Ainda que o respeito à confiança depositada pelos cotistas seja uma constante na conduta esperada do administrador e do gestor de carteira, as suas respectivas esferas de adimplemento contratual conforme delineadas pelo regulamento do fundo e pelas normas legais e regulatórias aplicáveis se distinguem com base nas funções desempenhadas por cada um desses agentes. Por esse motivo, passa-se a uma análise mais detida dos papéis atribuídos a cada prestador de serviços essenciais.

#### 1.1.2.1 Administrador

A função do administrador é amplamente definida, no artigo 82 da Resolução CVM 175, como a prática dos “*atos necessários à administração do fundo de investimento, na sua respectiva esfera de atuação*”. Além do grau de liberdade reservado ao regulamento para disciplinar as atividades do administrador em cada caso concreto, o artigo 104 da Resolução CVM 175 fixa com maior grau de especificidade os atos de competência do administrador, como, por exemplo, (i) diligenciar a manutenção, atualizada e em perfeita ordem, o registro de cotistas, pareceres do auditor independente e registros contábeis relativos ao fundo, entre outros; (ii) elaborar e divulgar as informações periódicas e eventuais da classe de cotas; (iii) manter lista atualizada de prestadores de serviços contratados pelo fundo junto à CVM, inclusive os prestadores de serviços essenciais; (iv) manter serviço de atendimento ao cotista e (v) processar os pedidos de resgate de cotas, nas classes abertas de cotas<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Resolução CVM 175, artigo 104, caput: “Art. 104. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Resolução e em regulamentação específica: 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 e) os registros contábeis referentes às operações e ao



Ao administrador cabe ainda, nos termos do artigo 83 da Resolução CVM 175, contratar, em nome do fundo, com terceiros habilitados e autorizados para tanto, os serviços de (i) tesouraria, controle e processamento de ativos; (ii) escrituração de cotas e (iii) auditoria independente, ressalvada a possibilidade de o administrador prestar ele próprio o primeiro, caso seja instituição financeira ou instituição de pagamento autorizada pelo Banco Central do Brasil, bem como o segundo, caso tenha habilitação e autorização da CVM para atuar nessa condição.

Digno de nota que as obrigações atribuídas pela regulamentação da CVM ao administrador, embora não menos relevantes que aquelas do gestor, apresentam caráter essencialmente operacional, no sentido de manter hígida, atualizada e em bom funcionamento a estrutura do fundo, assegurando a efetividade dos direitos dos cotistas a, entre outros, manter-se informados acerca do desempenho e do cotidiano do condomínio.

O rol de funções atribuídas pela Resolução CVM 175 ao administrador pode ser entendido como produto de um processo de gradativo reconhecimento, pela prática e desenvolvimento do mercado de capitais, de funções inerentes ao gestor de carteira, e, com a paulatina especialização deste agente, o seu reconhecimento como prestador de serviços essenciais ao lado do administrador. Previamente à entrada em vigor da Resolução CVM 175, por exemplo, a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, que disciplinava os fundos de investimento em geral, previa, no parágrafo 2º de seu artigo 78, a possibilidade de o administrador prestar ele próprio o serviço de gestão de carteira, ou contratar terceiro para desempenhá-lo<sup>22</sup>.

---

patrimônio do fundo; II – solicitar, se for o caso, a admissão à negociação das cotas de classe fechada em mercado organizado; III – pagar a multa cominatória às suas expensas, nos termos da legislação vigente, por cada dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos na regulamentação aplicável; IV – elaborar e divulgar as informações periódicas e eventuais da classe de cotas; V – manter atualizada junto à CVM a lista de todos os prestadores de serviços contratados pelo fundo, inclusive os prestadores de serviços essenciais, bem como as demais informações cadastrais do fundo e suas classes de cotas; VI – manter serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações, conforme definido no regulamento; VII – nas classes abertas, receber e processar os pedidos de resgate; VIII – monitorar as hipóteses de liquidação antecipada, se houver; IX – observar as disposições constantes do regulamento; e X – cumprir as deliberações da assembleia de cotistas.”

<sup>22</sup> “Por muito tempo, a regulamentação só previa a figura do administrador, a quem competia o desempenho de todos os serviços necessários à consecução da finalidade do fundo. Admitia-se, contudo, que, por meio da delegação contratual, o administrador contratasse terceiros para auxiliá-lo na realização de parte das suas atribuições, inclusive a gestão da carteira. Formavam-se, assim, sucessivos vínculos contratuais, o primeiro entre os cotistas do fundo e o administrador, e o segundo entre este e o prestador de serviço.” (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas

E, de modo ainda mais patente, a Lei 8.668, entrada em vigor em 1993 para disciplinar os fundos de investimento imobiliário, sequer menciona a figura do gestor – prevê, ao invés disso, em seu artigo 5º, única e expressamente que condomínios dessa espécie serão “*geridos por instituição administradora autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários*”, como, por exemplo, bancos múltiplos com carteira de investimento ou de crédito imobiliário, bancos de investimento e sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

#### 1.1.2.2 Gestor de carteira

De modo igualmente amplo a como procede com relação ao administrador, a Resolução CVM 175, em seu artigo 84, prevê que ao gestor competem os poderes “*para praticar os atos necessários à gestão da carteira de ativos, na sua respectiva esfera de atuação*”. Em termos mais concretos, mesmo antes da entrada em vigor da Resolução CVM 175, Eduardo Cherez Pavia concebeu a atividade do gestor como os “*poderes para negociar, em nome do fundo os ativos financeiros de sua carteira*”<sup>23</sup>, podendo, para tanto, tomar “*decisões de investimento e desinvestimento, sendo responsável pelas respectivas ordens de compra e venda de ativos financeiros e demais modalidades operacionais e pelo envio das informações relativas a negócios realizados pelo fundo ou ao administrador fiduciário ou ao prestador de serviço contratado para tal*”<sup>24</sup>.

O artigo 105 da Resolução CVM 175 prevê como obrigações do gestor, entre outras, (i) manter o enquadramento da carteira de ativos do fundo aos limites de composição e concentração, e, conforme o caso, da exposição a risco de capital; (ii) diligenciar e manter atualizada e em perfeita ordem a documentação relativa às operações da classe de cotas; e (iii) providenciar para que seja elaborado o material

---

(Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 19)

<sup>23</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 121.

<sup>24</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, pp. 121-122.

de divulgação de cada classe para utilização pelos distribuidores de cotas do fundo<sup>25</sup>.

Ainda, incumbe ao gestor de carteira, nos termos do artigo 85 da Resolução CVM 175, contratar, em nome do fundo, serviços especializados de<sup>26</sup> (i) intermediação de operações para a carteira de ativos e distribuição de cotas, que podem ser prestados pelo gestor ou pelo administrador, observada a regulamentação aplicável (parágrafo 1º)<sup>27</sup>; e (ii) consultoria de investimento, classificação de risco por agência de *rating*, formador de mercado de classe fechada e cogestão da carteira de ativos, que são de contratação obrigatória somente se assim prever o regulamento ou for deliberado pelos cotistas reunidos em assembleia da classe de cotas (parágrafo 2º)<sup>28</sup>.

Diversamente do administrador, a quem cabe o exercício de funções operacionais voltadas a assegurar o regular e hígido funcionamento do fundo, o gestor de carteira, a depender do mercado de atuação do fundo e da política de investimento fixada no regulamento, possui maior grau de discricionariedade no exercício de suas funções. Afinal, o núcleo de sua atuação é, nos limites das normas a ele aplicáveis, analisar, selecionar e adquirir bens e direitos específicos entre uma miríade de ativos comercializados em um dado mercado, para que venham a compor a carteira do fundo, bem como efetuar o giro de seu portfólio, com a alienação de parte ou mesmo de todos os componentes da carteira.

---

<sup>25</sup> Resolução CVM 175, artigo 105: “Incluem-se entre as obrigações do gestor, além das demais previstas nesta Resolução e em regulamentação específica: I – informar o administrador, de imediato, caso ocorra qualquer alteração em prestador de serviço por ele contratado; II – providenciar a elaboração do material de divulgação da classe para utilização pelos distribuidores, às suas expensas; III – diligenciar para manter atualizada e em perfeita ordem, às suas expensas, a documentação relativa às operações da classe de cotas; IV – manter a carteira de ativos enquadrada aos limites de composição e concentração e, se for o caso, de exposição ao risco de capital; V – observar as disposições constantes do regulamento; e VI – cumprir as deliberações da assembleia de cotistas.”

<sup>26</sup> Resolução CVM 175, artigo 85, caput: “Art. 85. Inclui-se entre as obrigações do gestor contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços: I – intermediação de operações para a carteira de ativos; II – distribuição de cotas; III – consultoria de investimentos; IV – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; V – formador de mercado de classe fechada; e VI – cogestão da carteira de ativos.”

<sup>27</sup> Resolução CVM 175, artigo 85, § 1º: “O gestor e o administrador podem prestar os serviços de que tratam os incisos I e II do caput, observada a regulamentação aplicável às referidas atividades.”

<sup>28</sup> Resolução CVM 175, artigo 85, § 2º: “Os serviços de que tratam as alíneas dos incisos III a VI do caput somente são de contratação obrigatória pelo gestor caso assim disposto no regulamento ou deliberado pela assembleia de cotistas da classe de cotas.”

### 1.1.2.3 Atribuições conjuntas do administrador e do gestor de carteira

A divisão de funções entre o administrador e o gestor de carteira – o primeiro encarregado de assegurar o bom funcionamento do fundo e o segundo, das atividades voltadas à consecução do objeto de gerar retorno positivo sobre o capital investido dos cotistas – reflete a preocupação, manifestada pela CVM no Relatório da Audiência Pública 08/20, de promover maior eficiência operacional, redução de custos de observância regulatória e segurança jurídica aos regulados por meio da atribuição de funções específicas a agentes determinados<sup>29</sup>.

Sem prejuízo dessa divisão funcional, a regulamentação da CVM prevê determinadas funções como de competência conjunta dos dois prestadores de serviços essenciais. É o caso, por exemplo, da constituição do fundo, a ser deliberada em conjunto pelo administrador e pelo gestor no mesmo ato em que aprovam o regulamento (Resolução CVM 175, artigo 7º<sup>30</sup>), bem como da gestão de liquidez nas classes de cotas abertas (i.e., cujas cotas admitem resgate, conforme a ser detalhado mais adiante), atribuída a ambos os prestadores de essenciais dentro de suas respectivas esferas de atuação (Resolução CVM 175, artigo 92<sup>31</sup>)<sup>32</sup>.

Em casos nos quais haja atribuição concomitante de deveres a ambos os prestadores de serviços essenciais, deve-se considerar com cautela a possibilidade

---

<sup>29</sup> “Inicialmente, cabe destacar que, no intuito de prover maior eficiência operacional aos fundos, redução de custos de observância regulatória e segurança jurídica aos agentes, foi evitada a atribuição de uma mesma responsabilidade a mais de um agente ou a agente(s) indeterminado(s). Ao contrário, foi adotada uma sistemática na qual as obrigações regulatórias são claramente atribuídas a um determinado agente regulado.” (In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório da Audiência Pública SDM nº 08/20. Disponível em <[Audiência Pública SDM 08/20 \(cvm.gov.br\)](http://audiencia publica.sdm.gov.br)>. Acesso em 17.07.23, p. 32)

<sup>30</sup> Resolução CVM 175, artigo 7º: “O fundo de investimento deve ser constituído por deliberação conjunta dos prestadores de serviços essenciais, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o seu regulamento”.

<sup>31</sup> Resolução CVM 175, artigo 92: “Nas classes abertas, os prestadores de serviços essenciais, conjuntamente, cada qual na sua esfera de atuação, devem adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira de ativos seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e II – o cumprimento das obrigações da classe de cotas.”.

<sup>32</sup> “A Resolução CVM 175 disciplina em detalhes as atribuições do gestor e do administrador e seu regime de responsabilidades. Há, inclusive, atribuições compartilhadas, como a gestão de liquidez da carteira. Além disso, a regra prevê a possibilidade de criação de conselho consultivo ou comitês técnicos de investimentos. Isso, no entanto, não poderá implicar em transferência de responsabilidade do gestor para tais comitês ou conselhos.” (In: BARBOSA, Marcelo. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 264)

de ambos esses agentes ter contribuído ao inadimplemento eventualmente danoso aos cotistas, conforme a ser estudado em pormenores nos capítulos a seguir.

## **1.2 O contrato positivado no regulamento do fundo de investimento**

O regulamento, como instrumento que positiva os termos da relação contratual estabelecida entre cotistas e prestadores essenciais, desempenha dois relevantes papéis na estrutura e funcionamento do fundo. Primeiro, disciplina os diferentes aspectos da organização do condomínio, desde as competências e quóruns de deliberação da assembleia geral de cotistas à subdivisão do veículo em classes de cotas e as incumbências, remuneração e critérios para aferição da responsabilidade do administrador, do gestor de carteira e demais prestadores de serviços. Segundo, aperfeiçoa a relação obrigacional mantida entre os investidores que subscrevem as cotas do fundo e os prestadores de serviços essenciais encarregados do seu funcionamento.

A relevância do contrato representado no regulamento como alicerce da estrutura do fundo de investimento é evidente desde antes da sua criação: como preceitua o artigo 7º da Resolução CVM 175<sup>33</sup>, a constituição do fundo se dá por ato conjunto do administrador e do gestor de carteira, no qual estes aprovam o seu regulamento. Esse documento deverá estar disponível ao público-alvo da oferta de cotas, para que os potenciais cotistas o levem em consideração no seu processo de tomada de decisão por alocar ou não recursos no condomínio.

Ao subscrever as cotas do fundo de investimento, o cotista manifesta sua aceitação aos termos do regulamento vigente. Esse, portanto, conforme o entendimento de Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, desempenha inicialmente função de proposta contratual<sup>34</sup>. Ao aceitá-la, mediante a subscrição ou aquisição

---

<sup>33</sup> Resolução CVM 175, artigo 7º: “O fundo de investimento deve ser constituído por deliberação conjunta dos prestadores de serviços essenciais, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o seu regulamento.”

<sup>34</sup> OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 21. No mesmo sentido, Gustavo Tavares Borba e Luiza Coelho da Rocha: “(...) no momento inicial, antes da subscrição da primeira cota pelo primeiro investidor, temos apenas a figura do Administrador, que faz, com fulcro no art. 427 do CC/02, uma proposta, ao mercado em geral ou para investidores específicos, de adesão ao regulamento (“proposta de fundo de investimento”), que até então, embora impropriamente denominado fundo de investimento, tratar-se-ia de apenas um projeto em andamento”. (In: BORBA, Gustavo Tavares; ROCHA, Luiza

de cotas, resta constituída a relação contratual entre os cotistas, na qualidade de contratantes, e os prestadores essenciais, na qualidade de contratados para o desempenho dos serviços atribuídos pela regulação e pelo regulamento ao administrador e ao gestor de carteira<sup>35</sup>.

A relação contratual positivada no regulamento do fundo se reveste de considerável complexidade. Isso porque assume caráter plurilateral e associativo, na medida em que organiza não só a relação entre a coletividade de cotistas e os prestadores de serviços essenciais, mas também entre cada membro do referido conjunto de investidores, unidos na finalidade comum<sup>36</sup> de auferir retorno econômico positivo sobre o capital investido de forma agregada, nos termos da política de investimento estipulada para o condomínio.

Mas, ao mesmo tempo, se analisado sob a perspectiva bilateral de um negócio jurídico celebrado entre o grupo de cotistas, de um lado, e o administrador e o gestor de carteira, do outro, fica aparente o caráter também sinalagmático (ou bilateral<sup>37</sup>) da avença, uma vez que aperfeiçoa relação contratual pela qual os investidores contratam a administração e gestão de carteira e se obrigam ao pagamento da correspondente remuneração, pactuada, não raras vezes, na forma percentuais do patrimônio e do retorno periódico do fundo, e cujo pagamento se dá mediante a dedução dos valores nele aportados.

Quanto ao conteúdo mínimo obrigatório do regulamento, a Resolução CVM 175 prevê que a parte geral, referente a todas as classes de cotas, trate do regime de responsabilidade dos prestadores de serviços perante o fundo (i.e. perante os cotistas) e entre si, bem como os parâmetros de sua aferição (artigo 48,

---

Carvalho da. Administrador de fundo de investimento: posição jurídica, responsabilidades e vinculação à cláusula compromissória arbitral. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, pp. 222-223)

<sup>35</sup> Em sentido semelhante, Nicholas Furlan Di Biase: “O regulamento do fundo, portanto é o contrato entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais. É o instrumento que disciplina e delimita as relações contratuais entre eles”. (In: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 253)

<sup>36</sup> “Nesses contratos, ditos plurilaterais, diversas partes se reúnem em torno de um mesmo e único objetivo e o contrato desempenha uma função instrumental, organizadora, normativa, disciplinando a conjugação de esforços para atingir esse objetivo. Não há apenas a troca de prestações, já que os diversos centros de interesses, no contrato de sociedade, se encontram reunidos para a persecução do fim comum, razão pela qual são referidos como plurilaterais.” (In: TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos de direito civil: contratos*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 73)

<sup>37</sup> PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil, Vol. III*. 20ª ed. Atual. Caitlin Mulholland. Rio de Janeiro: Renovar, 2016, p. 59.

parágrafo 1º, inciso II). Paralelamente ao conteúdo obrigatório exigido por lei, é prática comum que o regulamento preveja as atribuições do administrador e do gestor de carteira, sem prejuízo daquelas elencadas na lei e na regulamentação aplicáveis.

Vale distinguir duas facetas da atuação dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento: de um lado, a prestação de serviços diretamente aos cotistas, tais como a manutenção de serviço de atendimento ao cotista (Resolução CVM 175, artigo 104, inciso VI), e, do outro, a atuação perante terceiros em nome do fundo, como, por exemplo, a contratação pelo administrador de serviços de tesouraria, escrituração de cotas e auditoria independente e, pelo gestor, de serviços de intermediação de operações para a carteira de ativos, distribuição de cotas e consultoria de investimentos, entre outros<sup>38</sup>. Neste último caso, por se qualificar o fundo de investimento como ente despersonalizado<sup>39</sup>, a atuação pelos prestadores essenciais “em nome do fundo”, expressão utilizada em

---

<sup>38</sup> Em ambos os casos, na prática, trata-se de prestação de serviços ao cotista – que, no primeiro caso, faz jus a determinadas prestações atreladas à titularidade de cotas, como o direito a se manter informado dos negócios do condomínio e o de proferir voto informado em assembleia; e, no segundo, se vale da administração e gestão de carteira profissionais exercidas pelos prestadores de serviços essenciais, cuja contratação se justifica, com efeito, para que atuem como representantes dos investidores que alocam recursos no fundo de investimento. A distinção entre serviços prestados diretamente aos cotistas e atos praticados perante terceiros em representação dos interesses dos cotistas (que é, em si, também um serviço prestado aos cotistas) é adotada nesta dissertação apenas para fins de exame da eventual responsabilidade civil dos prestadores essenciais por danos aos cotistas.

<sup>39</sup> “Assim, os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos de dívida pública, ações, debêntures e outros ativos financeiros, como títulos de dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado.” (In: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais — regime jurídico*. 2ª ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 78). Mais recentemente, sob a égide da disciplina dos fundos de investimento pelo Código Civil conforme introduzida pela Lei da Liberdade Econômica: “A conclusão deriva sobretudo da natureza jurídica dos fundos de investimento, que não são sociedade e não se assemelham a qualquer tipo societário, já que são definidos como um condomínio especial pelo Código Civil, cujo regramento deve seguir as diretrizes do referido diploma legal, das normas especiais editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e do regulamento do próprio fundo” (In: COSTA, Cláudia Gruppi; SILVA, Giovanna Queiroz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. O art. 159 da Lei das S/A não se aplica às ações indenizatórias contra administrador e gestor de fundo de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 621).

diversas oportunidades pela regulamentação<sup>40</sup>, trata-se, em verdade, de atuação em nome dos cotistas<sup>41</sup>.

Uma vez subscritas as cotas do fundo de investimento e iniciada a atuação dos seus prestadores de serviços essenciais, a relação negocial mantida entre estes e os cotistas se prolonga (i) até que o cotista se desfaça de sua posição, seja por meio do resgate de suas cotas (nos fundos abertos ou nas classes de cotas abertas) ou pela sua transferência a outrem (nos fundos fechados ou nas classes de cotas fechadas)<sup>42</sup>; (ii) até o término do prazo previsto para o fundo de investimento, caso este seja determinado; ou, ainda (iii) em caso de renúncia pelos respectivos prestadores ou a sua destituição por deliberação da assembleia geral de cotistas<sup>43</sup> – estas duas últimas que podem ser consideradas como hipóteses de rescisão unilateral, em que o contrato entre investidores e o administrador ou gestor de carteira é extinto por manifestação de vontade de uma das partes<sup>44</sup>.

Fica evidente que tanto o regulamento do fundo de investimento como a regulamentação da CVM a ele aplicável são relevantes a delinear os deveres atribuídos aos prestadores de serviços essenciais perante os cotistas – o primeiro,

---

<sup>40</sup> Cite-se, por exemplo, o artigo 80 da Resolução CVM 175: “O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo.”

<sup>41</sup> Nesse sentido, Milena Donato Oliva e Pablo Renteria: “Em definitivo, o fundo traduz, na ordem jurídica brasileira, universalidade patrimonial autônoma, de titularidade dos cotistas ou, no caso específico do fundo de investimento imobiliário, do administrador. Trata-se, portanto, de bem jurídico, objeto de direitos, e não de pessoa jurídica. Por isso que, a rigor, não se mostra correto dizer que o fundo de investimento tenha direitos e deveres, pois que, na qualidade de bem jurídico, falta-lhe o atributo da capacidade”. (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 19)

<sup>42</sup> Sem prejuízo de a distinção entre fundos abertos e fechados (ou classes de cotas abertas e fechadas de um mesmo fundo, possibilidade reconhecida pela Lei 13.874 e disciplinada na Resolução CVM 175) ser abordada pormenorizadamente no Capítulo 3 a seguir, vale antecipar que a distinção se funda na possibilidade ou não de o cotista solicitar do administrador o resgate de suas cotas. Enquanto no fundo aberto ou na classe aberta tal direito é conferido, o mesmo não ocorre no fundo fechado ou na classe de cotas fechada. A esse respeito, Mário Tavernard Martins de Carvalho, sobre os fundos abertos: “(...) os fundos de investimento abertos são aqueles nos quais os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas, a qualquer tempo. Trata-se, pois, de um direito potestativo do cotista e uma obrigação do administrador do fundo. (...)” (In: CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 90)

<sup>43</sup> “De fato, aos cotistas cabe a decisão de, a qualquer momento, substituir o administrador, bem como o gestor e o custodiante do fundo de investimento, de tal forma que o poder de decidir sobre a sua permanência não é do próprio administrador, sem prejuízo, evidentemente, dele poder renunciar a posição.” (In: KUGLER, Herbert Morgenstern. *O Poder de Controle no Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 186)

<sup>44</sup> Sobre o conceito de rescisão, Anderson Schreiber: “Rescisão é a extinção do contrato motivada pela mera declaração de vontade de um ou de ambos os contratantes”. (In: SCHREIBER, Anderson. *Manual de Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 470)



enquanto contrato que aperfeiçoa e define as prestações devidas pelo administrador e pelo gestor de carteira, e a segunda ao passo em que fixa os padrões de conduta e prescreve as condutas de observância obrigatória por esses agentes.

Em outras palavras, na medida em que a regulação prevê normas vinculantes à conduta dos prestadores essenciais, analisá-las conjuntamente com as cláusulas constantes do regulamento se torna tarefa relevante para compreender o conteúdo do adimplemento das prestações devidas pelo administrador e pelo gestor de carteira aos cotistas, e, conseqüentemente, quais condutas configuram o descumprimento contratual cujos decorrentes danos aos investidores fazem nascer o dever de indenizar<sup>45</sup>.

### **1.3 Deveres dos prestadores de serviços essenciais decorrentes do regulamento e da lei**

Pode-se constatar que, embora o liame obrigacional entre os cotistas do fundo de investimento e os prestadores de serviços essenciais se aperfeiçoe por meio do regulamento, o programa contratual e, por conseguinte, o seu adimplemento são informados pelas normas emanadas da CVM, ente com competência regulatória sobre o tema.

Assim, para delinear os contornos e o conteúdo da conduta adimplente dos prestadores de serviços essenciais perante os cotistas, é necessário analisar de forma sistemática os deveres atribuídos àqueles no regulamento e nas normas regulamentares expedidas pela CVM.

É a essa análise que se presta esta seção, dedicada ao exame das espécies de deveres cuja observância cumulativa pelos prestadores de serviços essenciais é relevante ao adimplemento do programa contratual assumido por estes perante os

---

<sup>45</sup> A relevância de se considerar o regulamento como fonte de deveres dos prestadores de serviços ao fundo de investimento é bem identificada por Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, que, no contexto do descumprimento de obrigações de meio atribuídas ao gestor de carteira, afirmam: “O defeito reside, insista-se, não na perda patrimonial e, portanto, nos prejuízos financeiros sofridos pelo consumidor, mas na má-gestão, isto é, na gestão contrária ao regulamento (com destaque à política de investimento) e à legislação vigente, que, entre outras obrigações, impõe ao gestor o dever de agir com diligência e lealdade, buscando atender aos objetivos de investimento de seu cliente. (...)” (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020, p. 674, destacou-se)

cotistas, e que dividir-se-á em (i) deveres inerentes às atividades de administração do fundo de investimento e gestão da sua carteira de ativos; (ii) deveres fiduciários; (iii) demais deveres constantes de normas prescritivas; e (iv) determinações da assembleia geral de cotistas.

### 1.3.1 Deveres inerentes às atividades de administração e gestão de carteira

O primeiro grupo de deveres atribuídos ao administrador e ao gestor de carteira que merece ser examinado se refere às funções ínsitas às atividades de administração do fundo de investimento e de gestão da sua carteira, respectivamente. Como enuncia a própria categoria de “prestadores de serviços essenciais” conceituada pela CVM, trata-se em ambos os casos de contratos de prestação de serviços, que estabelecem, aos respectivos prestadores, obrigações de fazer<sup>46</sup>.

Como pontuado acima, no caso do administrador do fundo de investimento esse conjunto de obrigações de fazer diz respeito às atividades necessárias à manutenção e funcionamento do condomínio, notadamente a elaboração de documentos exigidos pela regulamentação, controle e atualização de registros do fundo e a operação de serviço de atendimento ao cotista. Trata-se, em todos esses casos, de obrigações de resultado, em que a prestação devida pelo administrador consiste na entrega pontual e regular dos atos em que consiste seu campo de atuação.

Diversamente, as obrigações de fazer inerentes à atividade-fim do gestor de carteira, desde a elaboração da tese de investimento ao planejamento e execução das decisões por alocar os recursos do condomínio em uma carteira específica de ativos entre um reino de possibilidades<sup>47</sup>, são orientadas ao objetivo maior de

---

<sup>46</sup> “(...) O prestador de serviços se compromete a desempenhar, em favor do tomador de serviços, obrigação de fazer, que se traduz em serviço material (v.g. contrato de prestação de serviços de marcenaria) ou imaterial (v.g. prestação de serviços por profissionais liberais, como advogados, médicos, arquitetos etc.).” (In: TEPEDINO, Gustavo; BANDEIRA, Paula Greco; Parte 2 – Contratos em Espécie. In: TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos de direito civil: contratos*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 307)

<sup>47</sup> A respeito da atividade de gestão de carteira, Marcelo Barbosa: “A atividade de gestão de carteira se manifesta, mais tipicamente, pela negociação dos ativos da carteira. De certa forma, as demais incumbências do gestor giram em torno dessa atividade. A Resolução CVM 175, ao fazer referência ao núcleo do papel do gestor, reafirma seu protagonismo e atribui competência para firmar os documentos relacionados à negociação dos ativos como representante da classe de cotistas”. (In: BARBOSA, Marcelo. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento. In: KUYVEN,

maximizar o retorno ao cotista dentro da política de investimento e demais normas fixadas no regulamento, pela CVM e pela legislação aplicável.

Assim, considerado o sem-número de possíveis composições de portfólio, bem como os riscos ínsitos aos mercados em que se alocam recursos aportados pelos cotistas em fundos de investimento, seria irrazoável entender como adimplente apenas o gestor que compusesse a melhor carteira possível dentro da política fixada no regulamento, ou mesmo apenas aquele que assegurasse que os cotistas não sofrerão perdas sobre o capital investido.

Constata-se, pois, que a prestação devida pelo gestor de carteira aos cotistas configurará, na maior parte dos casos, obrigação de meio, orientada a produzir o maior retorno possível sobre os recursos conferidos ao fundo de investimento, com a conseguinte valorização das cotas e acréscimo patrimonial dos cotistas. Não à toa proscree o artigo 101, inciso IV da Resolução CVM 175 que os prestadores de serviços essenciais ao fundo garantam rendimento predeterminado aos cotistas<sup>48</sup>.

A noção de que a prestação do serviço de gestão de carteira consubstancia obrigação de meio se faz presente, ainda, em entendimentos do STJ. Cite-se como exemplo o REsp 1.724.722/RJ, no qual, em seu voto de relatoria, a Ministra Nancy Andrighi preconizou que, em discussão sobre a obrigação de o gestor de fundo de investimento indenizar o investidor por prejuízos sofridos, *“não basta a ocorrência de uma perda, uma redução do patrimônio, mas esse prejuízo deve ser precedido de um fato antijurídico que constitua a sua causa”*, com a subsequente conclusão de que *“afirmar que houve “uma troca inoportuna” dos títulos ou que eles não foram negociados ao preço mínimo não é suficiente para configuração da responsabilidade do gestor do fundo”*<sup>49</sup>.

---

Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 263)

<sup>48</sup> Resolução CVM 175, artigo 101, inciso IV: “É vedado aos prestadores de serviços essenciais, em suas respectivas esferas de atuação, praticar os seguintes atos em nome do fundo, em relação a qualquer classe: (...) IV – garantir rendimento predeterminado aos cotistas;”

<sup>49</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 1.724.722/RJ, relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 27/8/2019, DJe de 29/8/2019. Ementa: “RECURSO ESPECIAL. RESPONSABILIDADE CIVIL. NEGATIVA DE PRESTAÇÃO JURISDICIONAL. AUSÊNCIA. FUNDOS DE INVESTIMENTO. ADMINISTRAÇÃO. DEVERES DO ADMINISTRADOR. PRECIFICAÇÃO DAS COTAS. ALTERAÇÃO DA LEGISLAÇÃO APLICÁVEL. MODIFICAÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA. DANO INJUSTO. AUSÊNCIA. (...) 6. Para a configuração da responsabilidade civil, não basta a ocorrência de uma perda, de uma redução do patrimônio, mas esse prejuízo deve ser precedido de um fato antijurídico que constitua a sua causa. 7. O administrador de fundo de investimento não se compromete a entregar ao investidor uma rentabilidade contratada, mas de apenas de empregar os melhores esforços - portanto, uma obrigação de meio - no sentido de obter os melhores ganhos possíveis frente a outras possibilidades de

Nem todas as condutas que a regulação da CVM atribui ao gestor de carteira, contudo, encerram obrigações de meio. Há casos em que o campo de discricionariedade do gestor é restrito pela política de investimento do fundo a, por exemplo, alocar os recursos do condomínio em ativos pré-determinados a fim de atrelar o desempenho (positivo ou negativo) de seu patrimônio a um determinado índice de ativos. Nesses casos, não parece equivocado afirmar que o conjunto de prestações inerentes ao serviço de gestão de carteira se assemelha mais a uma obrigação de resultado – qual seja, o de alocar o patrimônio do fundo de modo a replicar o índice previsto no regulamento – do que de uma obrigação de meio, como a que se constata nos fundos cujo objetivo é gerar o máximo resultado possível sobre os recursos aportados.

Pode-se citar como exemplo prático de violação de obrigações inerentes ao serviço de gestão de carteira a decisão, pelo gestor, de alocar recursos de modo a extrapolar os limites de risco previstos para o fundo em questão. Assim o entendimento do STJ no REsp 1.146.235/RJ, relativo à aplicação exacerbada de recursos de fundo de investimento em contratos cambiais na época da maxidesvalorização do real brasileiro, bem sintetizado no excerto do voto de relatoria da Ministra Nancy Andrighi abaixo transcrito:

“O CDC prima pelos princípios da transparência e boa-fé nas relações de consumo, os quais devem ser aplicados na proteção do investidor-consumidor que utiliza os serviços de tais instituições.

Assim, ainda que um episódio como o de janeiro de 1999 fosse de difícil previsibilidade, não há como negar que qualquer prejuízo que porventura viesse a ocorrer a um investidor poderia ser em grande parte amenizado se fosse observada na gestão do fundo a conduta proba imposta pelo CDC a todas as relações de consumo, o que não ocorreu na hipótese dos autos.

Da mesma forma, não obstante ser a aplicação escolhida pelo autor de risco, a má-gestão, consubstanciada pelas arriscadas e temerárias

---

investimento existentes no mercado. 8. No entanto, o Superior Tribunal de Justiça afirma que a má-gestão, consubstanciada pelas arriscadas e temerárias operações com o capital do investidor, ou a existência de fraudes torna o administrador responsável por eventuais prejuízos. 9. Na hipótese em julgamento, o Tribunal de origem afirma, com fundamento em laudo pericial, que houve uma "troca inoportuna" dos títulos naquele momento conflagrado do mercado financeiro, o que é uma avaliação de mérito sobre a qualidade do serviço de administração de fundos de investimento, não uma afirmação de falha do serviço, nos termos do CDC, originada de possível má-gestão ou de negligência ou imperícia. 10. Recurso especial da PREVIRIO desprovido. 11. Recurso especial da BB DTVM provido para afastar a condenação.”

operações realizadas pelas rés com o capital do autor, ultrapassa a razoabilidade prevista no art. 14, §1º, II, do CDC, a justificar a não aplicabilidade da excludente do nexo de causalidade.”<sup>50</sup>

Digno de nota, no caso em questão, que a relação estabelecida entre a sociedade responsável pela gestão do fundo e os investidores foi entendida pelo STJ como regida pelo Código de Defesa do Consumidor – o que, necessariamente, pressupõe a posição de vulnerabilidade destes últimos diante dos primeiros. O reconhecimento da lei consumerista como aplicável a determinados contratos celebrados entre cotistas e prestadores de serviços ao fundo de investimento provoca impactos diversos na sua interpretação e nas consequências do seu inadimplemento, que serão devidamente considerados no presente estudo.

De se ressaltar, ainda, que a irregularidade da conduta do gestor do fundo de investimento no caso objeto do REsp 1.164.235/RJ teve como fator contributivo, como ressaltado no voto de relatoria, a falha no dever de informação aos investidores, obrigação essencial à higidez da relação fiduciária mantida entre cotistas e prestadores de serviços, e que será objeto de análise específica na seção a seguir.

---

<sup>50</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *REsp n. 1.164.235/RJ*, relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 15/12/2011, DJe de 29/2/2012. Ementa: “PROCESSO CIVIL E CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS E COMPENSAÇÃO POR DANOS MORAIS. CONTRATO BANCÁRIO. FUNDOS DE INVESTIMENTO. JANEIRO DE 1999. MAXIDESVALORIZAÇÃO DO REAL. PREQUESTIONAMENTO. AUSÊNCIA. DISSÍDIO JURISPRUDENCIAL. COTEJO ANALÍTICO E SIMILITUDE FÁTICA. AUSÊNCIA. PRECLUSÃO. OCORRÊNCIA. CDC. APLICABILIDADE. SÚMULA 297/STJ. SÚMULA 83/STJ. EXCLUDENTE DO NEXO DE CAUSALIDADE. ART. 14, §1º, DO CDC. INOCORRÊNCIA. FORÇA MAIOR. ART. 1.058 DO CC/16. NÃO OCORRÊNCIA. SOLIDARIEDADE. INTEGRANTES DA CADEIA DE CONSUMO. ART. 7º, PARÁGRAFO ÚNICO, DO CDC. APLICABILIDADE. FUNDOS DE INVESTIMENTO. ATIVIDADE LEGALIZADA. ART. 1.479 DO CC/16. INAPLICABILIDADE. RENTABILIDADE. FUNDOS DE INVESTIMENTO. JUROS DE MORA. NÃO INCLUÍDOS. ENRIQUECIMENTO SEM CAUSA. INOCORRÊNCIA. (...) 3. O CDC é aplicável aos contratos firmados entre as instituições financeiras e seus clientes referentes a aplicações em fundos de investimento, entendimento esse que encontrou acolhida na Súmula 297/STJ. Incide na espécie, portanto, a Súmula 83/STJ. 4. A observância, na gestão do fundo, da conduta proba imposta pelo CDC a todas as relações de consumo, em especial a atenção ao dever de informação, tem o condão de amenizar até mesmo os prejuízos ocorridos em razão da maxidesvalorização do real, ocorrida em janeiro de 1999. Não há se falar, portanto, em ofensa ao art. 1.058 do CC/16. 5. A má-gestão, consubstanciada pelas arriscadas e temerárias operações com o capital do investidor, como na hipótese em exame, ultrapassa a razoabilidade prevista no art. 14, §1º, II, do CDC, a justificar a excludente do nexo de causalidade, ainda que se trate de aplicações de risco. 6. Sendo a relação havida entre as partes de consumo, incide na hipótese o art. 7º, parágrafo único, do CDC, que estabelece a responsabilidade solidária entre os integrantes da cadeia de consumo. (...)”

### 1.3.2 Deveres fiduciários

Ao subscrever e integralizar cotas de um fundo de investimento no mercado primário, ou ao adquiri-las no mercado secundário, o investidor confere a gestão e controle diretos de seu capital com vistas a que este seja administrado e gerido profissionalmente pelos prestadores de serviços essenciais indicados e contratados por meio do regulamento. Esse ato, ainda que vise a maximizar o resultado econômico a ser auferido pelo cotista sobre o capital investido, coloca aquele na vulnerável posição de ter que confiar em que terceiros adimplam o ajustado contratualmente e realizem as funções que lhes são atribuídas de modo a concretizar a finalidade almejada com o contrato.

Assim, por exemplo, ao se tornar cotista do condomínio, o investidor se sujeita ao risco de que o gestor de carteira, dolosa ou culposamente, aloque os recursos aportados no condomínio de modo distinto ao estipulado na política de investimento, o que pode gerar danos aos cotistas – e o que não ocorreria caso o investidor gerisse e alocasse ele próprio o capital de sua propriedade.

Surge daí a necessidade da tutela, pelo ordenamento jurídico, da legítima expectativa dos cotistas de que os prestadores de serviços essenciais do fundo de investimento atuem em suas atribuições de modo compatível com a confiança depositada nestes últimos pelos primeiros<sup>51</sup>. A proteção da confiança, neste contexto, é desempenhada preponderantemente pelos deveres fiduciários<sup>52-53</sup>.

---

<sup>51</sup> A preocupação com esse alinhamento de interesses é notada por Milena Donato Oliva e Pablo Renteria: “Nas relações entre os cotistas e os prestadores de serviços sobressai a confiança, haja vista os últimos se encarregarem de zelar pelos recursos que lhes foram confiados pelos cotistas. Por isso que a regulamentação editada pela CVM submete o administrador e o gestor a regime jurídico específico, tendo por finalidade promover o alinhamento de seus interesses com os dos cotistas.” (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, pp. 21-22)

<sup>52</sup> A relação entre os deveres fiduciários e a tutela da confiança dos investidores fica evidente na definição, por Eduardo Montenegro Dotta, das obrigações fiduciárias como aquelas “ligadas à confiança que o investidor deposita nos prestadores de serviços (administrador e gestor) enquanto seus representantes junto ao mercado e guardião de seus recursos”. (In: DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento*. São Paulo: Almedina, 2018, p. 117)

<sup>53</sup> Sobre a conceituação da relação fiduciária, Norma Jonssen Parente e Luiz Filipe Oliveira Santos afirmam: “Uma relação fiduciária constitui-se basicamente pela estrutura tripartite entre instituidor, agente fiduciário e beneficiário. O instituidor, proprietário do bem, confia-o ao agente fiduciário, que deverá de ele cuidar e tomar as providências necessárias de acordo com a relação jurídica. Os possíveis frutos gerados pelo bem devem ser entregues a quem o instituidor indicar, que pode ser ele mesmo ou um terceiro (...)”. (In: PARENTE, Norma Jonssen; SANTOS, Luiz Filipe Oliveira.

Essa categoria de deveres é estudada com maior grau de profundidade no contexto dos administradores de companhias, a quem a Lei 6.404 impõe o respeito à confiança nestes depositada pela pessoa jurídica mediante a observância dos deveres de diligência, atuação no interesse da companhia, lealdade, na vedação a que diretores e membros do conselho de administração atuem em posição de conflitos de interesse e no dever de informar – previstos, respectivamente, nos artigos 153, 154, 155, 156 e 157 da lei societária<sup>54</sup>.

Em que pese não ser o fundo de investimento pessoa jurídica, observa-se rol de deveres impostos aos prestadores de serviços essenciais para com os cotistas semelhante àqueles atribuídos aos administradores de sociedades por ações. Isso se permite constatar pela leitura do artigo 106 da Resolução CVM 175, cujos incisos impõem aos prestadores de serviços do fundo de investimento em geral, entre outros, (i) a busca constante pelas condições para o fundo e suas classes de cotistas, com o emprego do cuidado e da diligência esperados de toda pessoa ativa e proba na administração de seus próprios recursos; (ii) atuar com lealdade em relação aos cotistas, com a abstenção de atos capazes de ferir a relação fiduciária destes para com os prestadores de serviços; e (iii) empregar a diligência exigida pelas circunstâncias e adotar as medidas cabíveis na defesa dos direitos dos cotistas.

Os dois deveres fiduciários atribuídos aos prestadores essenciais – diligência e lealdade<sup>55</sup> – podem ser observados no texto do supracitado artigo 106

---

Deveres e responsabilidades dos gestores de fundos de investimento. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, pp. 269-270)

<sup>54</sup> Em estudo comparado das disciplinas societárias no Brasil e no estado de Delaware, Caio Machado Filho, Francisco Rüger Antunes Maciel Müssnich e Leo E. Strine Jr. apontam, a respeito da função dos deveres fiduciários no direito brasileiro: “Likewise, Brazil and other civil law nations have embraced concepts like fiduciary duty and taken them into account in being less prescriptive in their approach to writing their corporate and securities law and have used the protective ability of a decision maker — be it the CVM or an arbitrator — to police abuses of more extensive statutory discretion granted to corporations and their managers”. (In: STRINE, Jr., Leo E.; MÜSSNICH, Francisco Ruger Antunes Maciel; MACHADO FILHO, Caio. *The Delaware-Inspired Next Step Toward Brazil Becoming the South American Leader in Corporate Law: Making Public Company Arbitrations a Matter of Public Record* (November 24, 2023). *U of Penn Law School*, Public Law Research Paper No. 23-42. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4643615> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4643615>, p. 23)

<sup>55</sup> “Desse comando extraem-se dois principais deveres fiduciários. De um lado, o dever de diligência, usualmente entendido como padrão geral de conduta a exigir o emprego das medidas que um profissional honesto e cuidadoso adotaria diante das mesmas circunstâncias. De outro, identifica-se o dever de lealdade, que proscreeve, em termos amplos, toda conduta deliberada do administrador ou gestor em prejuízo dos legítimos interesses dos cotistas.” (OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. *Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento*. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 23)

da Resolução CVM 175, que fixa as normas de conduta aplicáveis aos prestadores de serviços ao fundo de investimento (aí incluídos, evidentemente, o administrador e o gestor de carteira). Com relação ao dever de lealdade, exige-se que os prestadores de serviços adotem e mantenham conduta retilínea relativamente à confiança neles depositada pelos cotistas, bem como que se abstenham de praticar atos violadores de tal lealdade. Isso se depreende particularmente do inciso I do referido dispositivo, na seção em que comanda aos prestadores de serviços “*exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo e suas classes de cotas (...), evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida*”.

Já o dever de diligência prescreve que, na prática das suas respectivas atribuições perante o fundo e os cotistas, os prestadores de serviços procedam com o mesmo nível de cuidado e probidade com que administrariam os seus próprios bens e direitos<sup>56</sup>. O preceito pode ser extraído do inciso I do dispositivo acima citado, ao demandar que tais agentes ajam “*(...) empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios*”; bem como do inciso III, que lhes impõe “*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, extrajudiciais e arbitrais cabíveis*”.

A pertinência de se analisar os deveres fiduciários atribuídos aos prestadores de serviços essenciais paralelamente àqueles impostos aos administradores de companhias abertas decorre da semelhança, em diversos aspectos, das posições ocupadas pelos administradores e gestores de carteira do fundo, de um lado, e pelos diretores de companhias abertas, do outro. Em ambos os casos se pode constatar a conferência, pelos proprietários do capital – os acionistas da companhia, que o fazem por meio da pessoa jurídica, e os titulares de cotas do fundo de investimento – dos poderes de administração e gestão de seus recursos por terceiros, que, ao mesmo tempo em que lhes é reservada margem considerável de discricionariedade

---

<sup>56</sup> Sobre a operacionalização do dever de diligência no contexto do administrador de companhia – isso inobstante, valioso para elucidar o conteúdo do preceito no âmbito da administração e gestão dos fundos de investimento –, Fábio Ulhoa leciona que “O administrador diligente é aquele que emprega na condução dos negócios sociais as cautelas, métodos, recomendações, postulados e diretivas da “ciência” da administração de empresas. O dever de diligência, portanto, corresponde a obrigações de meio e não de resultado (...)”. (In: COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 19ª ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 274)



em sua atuação, devem exercer seus cargos conforme preceitos legais e regulatórios e de modo a honrar a confiança neles depositada, por meio da busca constante dos melhores interesses dos titulares dos bens administrados.

Ao examinar o artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações, Nelson Eizirik decompõe o dever de diligência nas obrigações de (i) se qualificar para o cargo exercido, assim entendida a aquisição dos conhecimentos mínimos sobre o negócio da companhia e da capacitação técnica necessária à tomada de decisão responsável e refletida<sup>57</sup>; (ii) bem administrar, no sentido de sempre buscar atender o interesse social, ainda que esse resultado não seja alcançado<sup>58</sup>; (iii) se informar, no sentido de que o administrador busque as informações necessárias à tomada das decisões inerentes à função<sup>59</sup>; (iv) investigar, concebido como o dever de analisar criticamente as informações relativas ao desempenho da companhia a fim de detectar eventuais irregularidades<sup>60</sup>; e (v) vigiar, relacionada ao acompanhamento das atividades desempenhadas pela companhia<sup>61</sup>.

Sem prejuízo das diferenças entre as atividades do administrador e do gestor de carteira e aquelas atribuídas aos membros do conselho de administração e dos

---

<sup>57</sup> “Em primeiro lugar, o administrador deve ter ou adquirir os conhecimentos mínimos sobre as atividades da companhia e a competência necessária ao desempenho de suas funções, com capacidade técnica para tomar decisões de maneira refletida e responsável.” (In: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 120)

<sup>58</sup> “O dever de bem administrar consiste na atuação do administrador visando à consecução do interesse social, embora não se exija que as decisões por ele tomadas acarretem necessariamente resultados positivos, uma vez que o dever de diligência constitui obrigação de meio e não de resultado.” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 121)

<sup>59</sup> “O administrador também tem a obrigação de obter as informações necessárias ao desenvolvimento dos negócios da companhia. Tal obrigação desdobra-se em 2 (dois) deveres: o primeiro, de natureza estrutural, relativo ao conhecimento que deve ter sobre o andamento ordinário dos negócios da companhia; o segundo, conjuntural, referente às operações concretas em que a companhia se envolve, que não se inserem no curso da gestão ordinária, como são, por exemplo, uma incorporação, cisão, aquisição de controle, etc.” (In: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 121)

<sup>60</sup> “O administrador também tem o dever de investigar, ou monitorar, o desenvolvimento das atividades da companhia, que lhe impõe a obrigação de analisar criticamente as informações que recebe, a fim de detectar potenciais problemas que venham a afetar tais atividades.” (In: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 122)

<sup>61</sup> “O último aspecto relacionado ao dever de diligência é o chamado dever de vigiar, que consiste na obrigação dos administradores de fiscalizarem o desenvolvimento das atividades da sociedade. Tal vigilância deve ser exercida de forma sintética e não analítica. Dessa forma, não se exige dos administradores a supervisão de cada uma das atividades desenvolvidas pela companhia, mas o acompanhamento geral dos negócios sociais e de suas políticas ou procedimentos internos.” (In: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 124)

diretores de companhias, pode-se sustentar que a subdivisão do dever de diligência nos corolários aplicáveis a estes últimos é, também, pertinente à compreensão desse *standard* de conduta no contexto dos prestadores essenciais de fundos de investimento. Afinal, em suas respectivas posições, pode-se conceber como inerente à atuação do administrador e do gestor de carteira a qualificação técnica para o exercício de seus cargos, a atuação em busca dos melhores interesses do condomínio, a tomada de decisão com as informações necessárias em cada circunstância e a investigação e vigilância constante a respeito dos fatores internos e externos aptos a afetar o desempenho da carteira de ativos.

Semelhante paralelo se pode traçar entre o dever de lealdade atribuído aos administradores de companhias, de quem se espera, por força da norma inscrita no artigo 155 da Lei das Sociedades por Ações, “*uma conduta de boa fé e sempre no melhor interesse da companhia*”<sup>62</sup>, e os prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento, sujeitos, nos termos do artigo 106, inciso I da Resolução CVM 175, ao dever de atuar “*com lealdade em relação aos interesses dos cotistas, do fundo e de suas classes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida*”. E, se a estes últimos se impõe atuar exclusivamente em prol do melhor interesse dos cotistas, tal preceito à evidência veda a prática de atos lesivos dessa finalidade, como bem reconhecem Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, ao afirmar que o dever de lealdade “*proscreeve, em termos amplos, toda conduta deliberada do administrador ou gestor em prejuízo dos legítimos interesses dos cotistas*”<sup>63</sup>.

De modo semelhante ao que se observa no caso de membros do conselho de administração e diretores de companhia, ambos sujeitos aos deveres fiduciários

---

<sup>62</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 135.

<sup>63</sup> OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 23. No mesmo sentido, David Casz Schechtman e Caio Brandão: “O dever de lealdade é considerado um dos pilares do dever fiduciário dos prestadores de serviço, consistindo na obrigação de atuarem sempre pautados na boa-fé e prezando pelo melhor interesse do fundo. Isto já diferencia do dever de diligência no sentido de que o dever de lealdade não é uma obrigação de meio, mas sim uma proibição de agir em interesse próprio em prejuízo do fundo”. (In: SCHECHTMAN, David Casz; BRANDÃO, Caio. *Liberdade ou abuso contratual: limitação da responsabilidade por violação de deveres fiduciários de gestores e administradores de fundos de investimentos e a experiência dos Estados Unidos*. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 309)

inscritos na Lei das Sociedades por Ações, a verificação da observância dos deveres fiduciários igualmente atribuídos ao administrador de fundo de investimento e ao gestor de carteira deve variar conforme as particularidades de suas respectivas áreas de atuação<sup>64</sup>.

Tal como se constata no âmbito do direito das companhias, a observância dos deveres fiduciários se faz no âmbito do processo decisório do administrador e do gestor de carteira do fundo de investimento, e não no mérito do seu eventual resultado negativo. Este tem sido o entendimento do Colegiado da CVM, evidenciado, a título de exemplo, no voto de relatoria do Diretor Pablo Renteria no âmbito do PAS CVM 2015/12087, em que se examinou a violação do dever de diligência por gestora na alocação de parcela relevante do patrimônio de fundo de investimento em debêntures de uma única emissão:

“28. Nada obstante essas considerações, que me parecem acertadas, importa esclarecer que a CVM tem o dever de verificar se, ao tomar determinada decisão de investimento, o gestor agiu em conformidade com os deveres fiduciários que lhe são impostos pela regulamentação vigente. Não se trata, nesses casos, de fazer um juízo de valor sobre a qualidade do trabalho do gestor, mas de averiguar se há razões objetivas para entender que ele não agiu com a diligência devida, por ter deixado de adotar algum cuidado impositivo antes de consumir a operação, ou que ele cometeu deliberadamente um ato desleal, em detrimento dos interesses dos cotistas. Caso surjam essas evidências, a área técnica tem não só o poder como o dever de apurar as responsabilidades dos infratores, de modo a disciplinar o mercado e inibir a reiteração de comportamentos assemelhados.”<sup>65</sup>

Cabe ressaltar que, no caso concreto em questão, o Colegiado da CVM entendeu pela ocorrência de violação ao dever de lealdade – então previsto no artigo 65-A da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, vigente à época

---

<sup>64</sup> A este respeito, no contexto do direito das companhias, Nelson Eizirik: “Ainda que os deveres e responsabilidades, em princípio, apliquem-se a todos os membros da diretoria e do conselho de administração, a aferição do grau de diligência requerida evidentemente não poderá ser realizada mecanicamente, sem levar em conta a natureza distinta dos poderes e competências conferidos por lei aos membros do conselho de administração e da diretoria. Não se pode, por exemplo, exigir de um conselheiro de administração o mesmo conhecimento sobre a gestão da companhia do que o de um diretor; como o dever de diligência constitui um *standard*, ele deve ser apreciado, no caso concreto, tendo em vista a posição ocupada pelo administrador”. (In: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 116)

<sup>65</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12087*. Voto de Relatoria do Diretor Pablo Renteria. Data do Julgamento: 24/07/2018. Disponível em <RJ201512087.pdf (cvm.gov.br)>. Acesso em 20.08.2023.

dos fatos –, constatada a partir das falhas no processo de tomada de decisão da gestora por efetuar o referido investimento com recursos do condomínio:

“80. Em suma, à luz de tudo quanto se disse acima, constata-se que a decisão de investimento foi marcada por vícios graves e flagrantes. Com efeito, a incompatibilidade das debêntures com as condições usuais de mercado, o caráter exótico da cláusula que destinava recursos da oferta à contratação de consultores relacionados à emissora, a ausência de análise técnica da solvência da emissora, das garantias constituídas e da remuneração variável baseada na participação nos lucros da Risk office, a falta de prévia classificação de risco dos títulos e, enfim, a desconsideração do estudo da BNY Administração com conclusão desfavorável à realização da operação, evidenciam que a subscrição das debêntures resultou de um processo decisório incompatível com os deveres fiduciários que, nos termos da regulamentação vigente, vinculavam o gestor ao cotista do fundo. (...)

83. Os argumentos carecem de fundamento jurídico. Nos termos da regulamentação vigente, o ato desleal, em oposição à falta de diligência, que se associa à culpa em sentido estrito, supõe ação ou omissão dolosa do gestor ou administrador, que atua deliberadamente em detrimento dos interesses dos cotistas. É verdade que dessa conduta intencional pode resultar, em certos casos, vantagem indevida para o infrator ou terceiro, mas esse resultado é meramente acidental e eventual, vez que não integra o tipo correspondente à infração.”<sup>66</sup>

Dever adicional relevante à preservação a relação fiduciária entre cotistas e prestadores de serviços essenciais é a prestação, por estes aos primeiros, das informações relevantes sobre o desempenho do fundo de investimento – ato a que se atribui a finalidade de redução das assimetrias informacionais entre cotistas e os administradores e gestores de seu capital<sup>67</sup>. Tal dever de informar é configurado, por exemplo, na obrigação, prevista no artigo 64 da Resolução CVM 175, de o administrador divulgar ao mercado (e, conseqüentemente, aos cotistas), qualquer fato relevante a respeito do funcionamento do fundo, da classe de cotas ou dos

---

<sup>66</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12087*. Voto de Relatoria do Diretor Pablo Renteria. Data do Julgamento: 24/07/2018. Disponível em <[RJ201512087.pdf \(cvm.gov.br\)](#)>. Acesso em 20.08.2023.

<sup>67</sup> “A importância do dever de informar é a redução da assimetria informacional, colocando fornecedor e consumidor em igualdade e possibilitando um consentimento informado por parte do segundo. O fornecedor, grande detentor do conhecimento sobre o serviço que presta, deve ter um comportamento proativo em esclarecer o consumidor.” (In: SILVA, João Luiz Frossard Pestana da. O dever de informar ao investidor de varejo em fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 388)

ativos dele integrantes. Nos casos em que é aplicável o Código de Defesa do Consumidor ao contrato entre os prestadores de serviços essenciais e os cotistas, o dever de informar decorre do artigo 6º, inciso III do referido diploma, que assegura ao consumidor o direito básico à informação clara e adequada sobre os serviços prestados.

A relevância da adequada e suficiente divulgação das informações relevantes ao desempenho do fundo à higidez da relação fiduciária entre cotistas e prestadores essenciais fica evidente quando se considera que, sem ter conhecimento a respeito dos eventos relevantes em qualquer dado momento do funcionamento do condomínio, os investidores ficam obstados de avaliar não só o desempenho do administrador e do gestor de carteira, mas de refletir e determinar o exercício de eventuais direitos que lhes incumbem na qualidade de titulares do capital, como por exemplo o resgate de cotas em classe aberta, sua alienação em mercado de bolsa ou em mercado de balcão em classe fechada ou mesmo o exercício do direito de voto em assembleia convocada para decidir sobre a destituição de prestador de serviços essenciais.

Examinados os deveres fiduciários como parte fundamental do adimplemento, pelos prestadores de serviços essenciais, do vínculo contratual criado e mantido entre estes e os cotistas, fica evidente a essencialidade da observância desses preceitos a fim de realizar adequadamente a finalidade almejada com o aporte de recursos no fundo de investimento. Isso porque manter hígida a relação fiduciária com os investidores do fundo, mediante comportamento leal e diligente, é condição precedente e essencial a que o condomínio realize a sua função última, qual seja, a maximização do retorno econômico gerado sobre o capital investido em conformidade com a política de investimento prevista no regulamento.

Pode-se argumentar que a observância dos deveres fiduciários antecede e qualifica, para fins do exame do adimplemento do contrato entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais, os próprios atos inerentes à prestação dos serviços de administração do fundo de investimento e de gestão da sua carteira de ativos. Afinal, cotista algum optaria por investir recursos seus para administração e gestão por quem não se comprometesse a agir em busca e defesa de seu melhor interesse e, nesse contexto, atuar de modo diligente e cauteloso<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> Em sentido semelhante a doutrina de Milena Donato Oliva e Pablo Renteria: “Por, fim, a regulamentação impõe ao administrador e ao gestor deveres fiduciários, de sorte que, mesmo em

Tem-se, assim, que a inobservância de deveres fiduciários pelo administrador ou pelo gestor de carteira é, por si só, fato plenamente capaz de configurar o inadimplemento do contrato celebrado entre estes e os cotistas do fundo de investimento.

### 1.3.3 Outros deveres decorrentes de normas legais e regulatórias

Uma terceira categoria de deveres atribuídos aos prestadores de serviços essenciais decorre de normas não necessariamente regentes das respectivas atividades-fim de administração do fundo e gestão de carteira e tampouco identificáveis – pelo menos diretamente – às obrigações fiduciárias que devem observar o gestor e o administrador para com os cotistas.

Cite-se por exemplo o rol de vedações contidas no artigo 101 da Resolução CVM 175, quais sejam, (i) que os prestadores de serviços essenciais recebam depósitos em conta corrente; (ii) contraiam ou efetuem empréstimos, salvo aqueles autorizados na regulação, inclusive específica para determinada categoria de fundo; (iii) garantam aos cotistas rendimento predeterminado; (iv) utilizem recursos da classe de cotas para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas; e (v) pratiquem qualquer ato de liberalidade, excetuadas as doações cuja realização seja autorizada pelo regulamento do fundo<sup>69</sup>.

Como se constata, trata-se de vedações não necessariamente inerentes às atividades de gestão de carteira e de administração do fundo (ainda que haja palpável pertinência entre tais deveres e as funções específicas atribuídas aos dois agentes), nem tampouco diretamente relacionadas ao resguardo da relação fiduciária mantida entre estes e os cotistas, mas de normas voltadas a evitar

---

suas respectivas esferas de discricionariedade, encontram-se obrigados a agir no melhor interesse dos cotistas.” (OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 22)

<sup>69</sup> Resolução CVM 175, artigo 101: “É vedado aos prestadores de serviços essenciais, em suas respectivas esferas de atuação, praticar os seguintes atos em nome do fundo, em relação a qualquer classe: I – receber depósito em conta corrente; II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo nas hipóteses previstas nos arts. 113, inciso V, e 122, inciso II, alínea “a”, item 3, ou, ainda, em regra específica para determinada categoria de fundo; III – vender cotas à prestação, sem prejuízo da possibilidade de integralização a prazo de cotas subscritas; IV – garantir rendimento predeterminado aos cotistas; V – utilizar recursos da classe para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas; e VI – praticar qualquer ato de liberalidade, exceto pelas doações que o fundo estiver autorizado a fazer nos termos de seu regulamento, conforme previsto no § 2º do art. 118”.

condutas percebidas pela regulação como lesivas à estrutura e funcionamento do condomínio.

Sem prejuízo da particularidade da função exercida por essa espécie de norma, a sua inobservância é apta a qualificar inadimplemento do contrato celebrado entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais. E, caso tal inadimplemento resulte em danos aos cotistas – seja pela desvalorização do valor de mercado das cotas ou por impacto negativo nos ativos que lastreiam a sua cotação –, este é apto a fazer surgir a responsabilidade pessoal destes últimos para com os primeiros.

#### 1.3.4 A influência da assembleia geral de cotistas nas funções dos prestadores de serviços essenciais

A quarta espécie de deveres atribuídos aos prestadores de serviços essenciais que merece ser analisada mais detidamente diz respeito às deliberações da assembleia geral de cotistas – órgão deliberativo que, como exposto acima, é o meio pelo qual a coletividade titulares de cotas exerce seu direito de determinar a respeito de uma série de aspectos inerentes à estrutura e funcionamento do condomínio por meio do voto majoritário.

Entre as diversas matérias sobre as quais a assembleia geral de cotistas pode deliberar, é definido pelo artigo 70 da Resolução CVM 175 como privativo a este órgão, observadas as normas eventualmente aplicáveis, deliberações sobre (i) as demonstrações contábeis do fundo; (ii) a substituição dos prestadores de serviços essenciais; (iii) a emissão de novas cotas em classe fechada, com o dever de definir se os cotistas possuirão direito de preferência para subscrever novas cotas; (iv) a fusão, incorporação, cisão total ou parcial, transformação ou liquidação do fundo ou classe de cotas; (v) a alteração do regulamento; (vi) o plano de resolução de patrimônio líquido negativo em classe com limitação de responsabilidade dos cotistas ao valor das cotas subscritas e (vii) o pedido de declaração judicial de insolvência da classe de cotas.

Nessas e outras hipóteses, a deliberação regular da assembleia de cotistas produz determinações que necessitarão ser observadas ou colocadas em prática por atos dos prestadores de serviços essenciais. Em outras palavras, a determinação do

órgão deliberativo soberano<sup>70</sup> do condomínio tem o condão de criar deveres ao administrador e ao gestor de carteira, cuja inobservância ou mesmo a implementação tardia, caso venham a causar danos aos cotistas, são aptas a fazer surgir o dever de indenizar<sup>71</sup>.

A capacidade de o descumprimento de determinação da assembleia geral de cotistas acarretar a responsabilização do prestador essencial a ela vinculado fica evidente, no caso do administrador do fundo, com a leitura do artigo 8º da Lei 8.668, específica aos fundos de investimento imobiliário. Isso porque o referido dispositivo, em referência ao administrador como “fiduciário” – em função de este, nessa espécie de fundo, exercer a atividade de administração na qualidade de titular da propriedade fiduciária dos bens aportados pelos cotistas –, prevê a sua responsabilização “*em caso de má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembléia de quotistas*” (destacou-se).

#### **1.4 Conclusão parcial: a relação contratual entre os prestadores de serviços essenciais e a sua informação pelas normas legais e regulatórias aplicáveis**

A moderna concepção do adimplemento contratual exige do devedor da prestação que não só a entregue, nos termos pactuados entre as partes, mas que o faça de modo que a finalidade econômica almejada pelo contrato seja satisfeita. No caso da prestação dos serviços de administração e de gestão de carteira do fundo de investimento, tal adimplemento pressupõe não só a execução isolada das funções inerentes a cada uma dessas atividades, mas a sua realização em observância estrita

---

<sup>70</sup> “A assembleia geral de cotistas é a instância máxima de deliberação dos cotistas, não sendo surpresa que seja tido pela doutrina como o órgão soberano no fundo de investimento.” (In: KUGLER, Herbert Morgenstern. *O Poder de Controle no Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 199)

<sup>71</sup> Pode-se citar como exceção a essa regra a determinação por assembleia que venha a ser anulada em função de algum vício relativamente às normas para sua convocação, realização e procedimento de votação. Sobre o tema, Máira Leitoguinhos de Lima Abreu: “As assembleias de cotistas de fundos de investimento devem ser realizadas conforme determinado procedimento que, se inobservado, pode gerar as sanções de invalidade ou nulidades, aplicadas pelo Poder Judiciário. Além disso, em virtude do poder fiscalizatório da CVM, podem se sujeitar também a sanções administrativas e outras consequências que a autarquia julgar cabíveis, como repetição do ato e destituição de efeitos”. (In: ABREU, Máira Leitoguinhos de Lima. *Invalidez das Deliberações de Assembleias de Cotistas de Fundos de Investimento*. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coords.). *Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 90)



dos deveres fiduciários impostos pelas normas legais e regulamentares aplicáveis e das eventuais decisões deliberadas pela assembleia geral de cotistas.

Parte relevante das normas impostas pela lei e pela regulamentação da CVM ao gestor de carteira e ao administrador visam a manter alinhados os interesses destes com aqueles dos próprios cotistas, que, ao mesmo tempo em que confiam recursos de sua propriedade para administração e gestão de terceiros, se colocam em posição vulnerável ao abdicar do poder de alocação e controle de seu patrimônio em benefício do profissionalismo e especialização esperados dos prestadores de serviços essenciais.

É de particular importância, para esse fim, a conduta do administrador e do gestor de carteira em estrita conformidade com os deveres fiduciários que lhes são impostos, em especial os de diligência e de lealdade, com o intuito de preservar a relação fiduciária entre estes e os cotistas. Sem prejuízo disso, o cumprimento das prestações atribuídas a cada um desses agentes demanda a observância de demais deveres previstos tanto em normas legais – inclusive, quando aplicável, o Código de Defesa do Consumidor –, regulatórias e nas eventuais determinações da assembleia geral de cotistas, em adição às normas constantes do regulamento do fundo.

Pelo analisado ao longo deste capítulo parece claro que o descumprimento das referidas normas pelos prestadores de serviços essenciais, além daquelas previstas pelo regulamento do fundo em si – documento que aperfeiçoa o vínculo contratual entre aqueles e os cotistas –, é fato capaz de configurar o inadimplemento contratual, e, se provado que deste decorreram danos aos investidores, de fazer nascer o dever de o gestor de carteira e/ou o administrador, conforme o caso, indenizar os primeiros.

Contudo, a possibilidade de o inadimplemento decorrer da inobservância, pelos prestadores essenciais, de deveres diversos em um mesmo caso, como têm analisado os tribunais na seara judicial e o Colegiado da CVM no campo administrativo, comprovam uma complexidade que necessita ser analisada à luz do regime peculiar de responsabilidade civil atribuído a esses agentes. É o que se passa a fazer no capítulo seguinte.

## **2. O inadimplemento e o regime de responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais por danos aos cotistas**

O capítulo anterior permitiu constatar a associação, pela doutrina e pela jurisprudência, da responsabilidade civil do administrador e do gestor de carteira por danos ao cotista ao descumprimento de determinados deveres atribuídos àqueles pelas normas legais e regulamentares, bem como decorrentes do regulamento que estrutura o condomínio e fixa suas obrigações para com os titulares de suas cotas.

Trata-se de construção acertada – afinal, se o prestador de serviços ao fundo de investimento age em estrita conformidade com seus deveres, eventual dano causado aos cotistas não ensejará dever de indenizar, visto não haver o ilícito contratual necessário à sua configuração. Ainda assim, para se compreender o regime de responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento fixado pelo Código Civil, é essencial examinar tais descumprimentos como fenômeno do direito dos contratos – e, mais especificamente, sob a teoria do inadimplemento contratual.

E, uma vez analisada a inobservância dos diversos deveres dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento objeto de estudo no capítulo anterior como formas de inadimplemento – relativo ou absoluto, a depender do seu impacto reparável ou não no programa contratual intentado pelas partes –, serão examinadas, também à luz da teoria do inadimplemento, as normas constantes do artigo 1.368-D do Código Civil que ora fixam parâmetros rígidos, ora permitem a modulação das normas do regulamento relativas à responsabilidade pessoal do administrador e do gestor de carteira por danos ao cotista.

### **2.1 A responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais sob a ótica do inadimplemento contratual**

Como se constatou no capítulo anterior, a relação entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento assume natureza contratual, em que os primeiros contratam e remuneram esses últimos para que prestem, profissionalmente, os atos inerentes à administração do condomínio e à gestão dos recursos a ele conferidos. As prestações atribuídas ao gestor de carteira

e ao administrador do fundo são qualificadas por uma miríade de normas legais e regulatórias que demandam padrões elevados de diligência, a atuação sempre em prol do melhor interesse dos investidores e a adoção de condutas específicas voltadas a manter hígido e em bom funcionamento o fundo de investimento.

Essas normas legais e regulatórias informam e influenciam as expectativas dos investidores que aceitam a proposta contratual inscrita no regulamento: se decidem por alocar recursos de sua propriedade ou sob o seu controle<sup>72</sup> em cotas de determinado fundo de investimento, é de se presumir que o fizeram fundados na crença de que seu administrador e gestor atuarão em estrita conformidade com as normas constantes na lei e na regulamentação da CVM, além daquelas previstas no próprio regulamento do fundo.

Daí se deduz que a atuação em desacordo com as normas previstas não só no regulamento, mas na lei e na regulamentação da CVM pode configurar o inadimplemento contratual por parte do administrador e do gestor de carteira, e, por conseguinte, fazer nascer o dever de estes indenizar danos aos cotistas eventualmente decorrentes de tais comportamentos<sup>73</sup>.

A toda evidência, de igual modo em que cada caso de inadimplemento pode decorrer do descumprimento de espécies distintas de dever, ou mesmo de diferentes combinações de deveres, variam os níveis de gravidade de tais descumprimentos em termos do seu impacto sobre o programa contratual pretendido pelos investidores quando da celebração da avença. Torna-se necessário, assim, perquirir os critérios para distinguir esses diferentes graus de gravidade de comportamentos dos prestadores de serviços essenciais que configuram inadimplemento contratual.

Assume, nesse contexto, particular relevância a distinção entre a mora, entendida por Aline de Miranda Valverde Terra como o descumprimento contratual que pode ser retificado de modo a manter o cumprimento da prestação possível ao devedor e útil ao credor e o inadimplemento absoluto, concebido como aquele de

---

<sup>72</sup> Lembre-se que os investidores podem, eles próprios, ser gestores de recursos de terceiros, tal como ocorre nos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, veículo de uso comum no mercado de capitais brasileiro.

<sup>73</sup> A constatação parece consentânea com o entendimento manifestado por Di Biase, ao analisar os contornos da responsabilidade civil contratual, de que “(...) é possível afirmar que condutas contrárias a obrigações previstas na legislação, mas aplicáveis apenas porque preexiste uma relação contratual entre a parte causadora do dano e a vítima, dão causa a situações de responsabilidade civil contratual, ainda que as obrigações violadas não constem expressamente do negócio jurídico celebrado”. (In: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 249)

tal gravidade que o programa contratual intentado pelas partes não mais pode ser alcançado<sup>74-75</sup>. Ambos os conceitos, deve-se ressaltar, tomam como premissa a moderna concepção do adimplemento contratual como a satisfação do interesse almejado pelas partes com o contrato, e não mais do cumprimento da obrigação como um fim em si próprio.

No referido arcabouço teórico é ressaltado com relação à mora<sup>76</sup>, também denominada inadimplemento relativo<sup>77</sup>, a amplitude da sua delinação no artigo 394 do Código Civil, a saber, como o não pagamento, pelo devedor, da prestação no tempo, lugar e forma em que pactuado com o credor ou exigido pela lei<sup>78</sup>. Aplicado o conceito à atividade dos prestadores de serviços essenciais ao

---

<sup>74</sup> “Sob tal perspectiva, valoriza-se o aspecto objetivo do inadimplemento, que se individua na não satisfação do interesse do credor, e altera-se de maneira significativa a compreensão das espécies de inadimplemento, classificadas dicotomicamente em inadimplemento absoluto e mora. Configura-se o primeiro quando a prestação devida, após o nascimento da obrigação, não puder mais ser realizada ou, podendo sê-lo, não mais interessar ao credor. A prestação é, portanto, irrecuperável. Por outro lado, haverá apenas mora se a prestação devida, apesar de não cumprida no tempo, lugar ou modo ajustado, ainda for possível para o devedor e útil para o credor, nos termos do art. 394 do Código Civil.” (In: TERRA, Aline Miranda Valverde. *A Contemporânea Teoria do Inadimplemento: Reflexões sobre a Violação Positiva do Contrato, o Inadimplemento Antecipado e o Adimplemento Substancial*. In: MONTEIRO, Carlos Edison do Rêgo et. al. (orgs.). *Direito Civil*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015, p. 187)

<sup>75</sup> Em sentido semelhante, Caio Mario da Silva Pereira, que, sobre o inadimplemento, afirma: “Será absoluto se tiver faltado completamente a prestação, de forma que o credor não receba aquilo a que o devedor se obrigou, seja a coisa, ou o fato, ou a abstenção, e não haja mais possibilidade de ser executada a obrigação. Será relativo, se apenas parte da res debita deixou de ser prestada, ou se o devedor não cumpriu oportunamente a obrigação, havendo possibilidade de que ainda venha a fazê-lo, o que constitui matéria enfeixada sob a epígrafe genérica da “mora”.” (In: PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil, vol II, Teoria Geral das Obrigações*. Atual. Guilherme Calmon Nogueira da Gama. 28ª ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2016, pp. 305-306)

<sup>76</sup> “A mora do devedor resulta do não-adimplemento. Há violação de dever e de obrigação. O devedor havia de prestar, e não prestou no tempo, lugar e forma devidos.” (In: MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado: parte especial*; 23. *Direito das obrigações: auto-regramento da lei. Alteração das relações jurídicas obrigacionais. Transferência de créditos. Assunção de dívida alheia. Transferência da posição negativa dos negócios jurídicos*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 221)

<sup>77</sup> FAORO, Guilherme de Mello Franco. As novas fronteiras do inadimplemento: critérios para um exame funcional da distinção entre mora e inadimplemento absoluto. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 8

<sup>78</sup> “O legislador conferiu à mora conceito amplo, a abarcar não apenas a violação do prazo, mas também do lugar e da forma contratualmente fixados. Sendo assim, além da demora, a mora também resta configurada quando o devedor não observa o lugar em que deve prestar, ou presta de forma diversa da pactuada.” (In: TERRA, Aline Miranda Valverde. *A Contemporânea Teoria do Inadimplemento: Reflexões sobre a Violação Positiva do Contrato, o Inadimplemento Antecipado e o Adimplemento Substancial*. In: MONTEIRO, Carlos Edison do Rêgo et. al. (orgs.). *Direito Civil*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015, p. 187). No mesmo sentido, Guilherme de Mello Franco Faoro: “Note-se que, a partir desta concepção alargada da mora, fruto da estrutura a ela conferida pelo ordenamento jurídico pátrio, o instituto passa a desempenhar um papel ainda mais importante na teoria do inadimplemento – eis que abarca qualquer cumprimento defeituoso da prestação, sendo esta compreendida em sua concepção alargada, como visto acima –, tornando desnecessárias figuras importadas do direito alienígena, como a violação positiva do contrato.” (In: FAORO, Guilherme

fundo de investimento, pode-se citar como exemplo de inadimplemento relativo determinados casos de divulgação, pelo administrador, de fato relevante com pequeno atraso relativamente ao momento exigido para tanto pelo artigo 64 da Resolução CVM 175, qual seja, “*assim que dele tiver conhecimento*”<sup>79</sup>.

Em um tal caso, ainda que a divulgação tardia configure a inadimplência de dever imposto ao prestador de serviço, capaz mesmo de gerar danos ao cotista – como, por exemplo, pela impossibilidade de resgatar ou alienar suas cotas no mercado secundário de forma tempestiva –, isso não necessariamente afetará de modo irrecuperável o programa contratual que vincula investidores, administrador e gestor de carteira. Estar-se-ia, portanto, nessa hipótese, diante de um inadimplemento relativo.

Distinta é a situação em que a inobservância de um ou mais deveres pelos prestadores essenciais acarreta impacto de tamanha gravidade no programa negocial que o cumprimento das respectivas prestações – a saber, o conjunto de atos inerentes aos serviços de administração do fundo e de gestão de carteira – se tornam impossíveis ao administrador ou ao gestor, respectivamente, ou não mais são úteis aos cotistas do condomínio.

Ainda que o inadimplemento absoluto seja situação relativamente incomum no caso dos fundos de investimento – lembre-se que em regra os cotistas podem desfazer-se de suas cotas com relativa facilidade, mediante resgate (nas classes abertas) ou transferência de cotas (nas classes fechadas) –, pode-se conceber três cenários a título de exemplo. O primeiro concerne o inadimplemento de dever atribuído ao prestador essencial que acarrete a perda da autorização para exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, conforme disciplinada pela Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, conforme alterada. Se o administrador ou o gestor de carteira incorre em descumprimento de dever que culmina com a sua inabilitação para exercer as atividades necessárias ao adimplemento de sua avença para com os cotistas, evidentemente se extingue a

---

de Mello Franco. As novas fronteiras do inadimplemento: critérios para um exame funcional da distinção entre mora e inadimplemento absoluto. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 8).

<sup>79</sup> Resolução CVM 175, artigo 64: “O administrador é obrigado a divulgar qualquer fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo, da classe ou aos ativos integrantes da carteira, assim que dele tiver conhecimento, observado que é responsabilidade dos demais prestadores de serviços informar imediatamente ao administrador sobre os fatos relevantes de que venham a ter conhecimento.”

utilidade destes na manutenção do contrato celebrado com o prestador inabilitado. Diante disso, caberá aos cotistas decidir ou pela liquidação do fundo ou pela destituição do prestador inadimplente, e, ato contínuo, buscar e negociar com pessoa autorizada que aceite assumir a posição vacante mediante vinculação ao regulamento.

A segunda hipótese de inadimplemento absoluto de que se pode cogitar é o ato inadimplente – mais facilmente concebido com relação ao gestor de carteira – que resulte em perda total ou tão significativa dos recursos aportados no fundo que a gestão deste não mais se justifica considerando os objetivos perseguidos pelos cotistas. Ventile-se, por exemplo, o cenário em que determinado fundo de investimento imobiliário voltado à alocação de recursos na compra de shopping centers sofra, por ação ou omissão culposa do seu gestor de carteira, perda de tamanha monta que o condomínio não conte com recursos suficientes para alocar em um projeto sequer.

Semelhante ao caso acima é a situação hipotética de um fundo de investimento constituído para alocação de recursos em um projeto específico – pense-se na aquisição de ações de uma companhia específica – mas que, por conduta dos prestadores essenciais contrária aos seus respectivos deveres, tal objetivo reste frustrado. Se, por exemplo, o contrato de investimento prevê uma cláusula de revenda compulsória das ações adquiridas em caso de atraso no pagamento do preço pelo fundo, e este não seja pago pelo prestador do fundo encarregado, ficará inviabilizado o propósito que levou os cotistas a aportar recursos de sua propriedade no condomínio.

Deve-se ter em mente a impossibilidade de se atrelar, de forma apriorística, o descumprimento de determinados deveres à configuração de mora ou de inadimplemento absoluto. Esse exame necessita levar em consideração as particularidades do caso concreto, inclusive as características do fundo de investimento em que ocorrida a inobservância, como a sua política de investimento, número e perfil de cotistas e a influência destes no desempenho, pelos prestadores de serviços essenciais, de suas respectivas funções<sup>80</sup>.

---

<sup>80</sup> Esta última hipótese analisada em maior grau de detalhamento por Antonio Augusto Tiburcio, Lucas Hermeto e Ricardo Mafra, no contexto dos denominados fundos de investimento de “gestão não discricionária. Segundo os autores, “(...) o quadro normativo estabeleceu, como regra, a separação entre propriedade e gestão nos fundos de investimento e, como exceção, a possibilidade de participação dos cotistas em algumas decisões afeitas à gestão, que, na prática, pode se

A título de exemplo, a omissão de determinadas informações na divulgação de um fato relevante ou demonstração financeira pode afetar mais gravemente investidores de menor porte, não raras vezes pessoas físicas sem conhecimento especializado em análise e precificação de valores mobiliários, do que investidores de maior porte, frequentemente instituições com pessoal especializado em avaliação financeira e com meios de obter de forma independente as informações eventualmente não divulgadas. No caso hipotético em exame, o descumprimento do dever de informar decorrente da incompletude da informação divulgada poderia ser qualificado como relativo com relação aos investidores profissionais, com maior grau de especialização técnica, mas absoluto para os cotistas carentes dos meios de suprir *sponte propria* as lacunas da divulgação.

#### 2.1.1 O interesse dos cotistas em conferir recursos ao fundo de investimento

Se a qualificação do inadimplemento como absoluto ou relativo decorre da gravidade do seu impacto na utilidade pretendida pelas partes com a avença – produto da concepção funcionalizada do adimplemento como a consecução do interesse econômico dos contratantes<sup>81</sup> –, torna-se imprescindível analisar, no contexto da responsabilidade dos prestadores essenciais por danos aos cotistas, em que consiste o interesse passível de violação pelo comportamento inadimplente destes últimos.

É de particular utilidade, nessa seara, a formulação da doutrina especializada no direito das sociedades por ações a respeito do interesse dos seus

---

*manifestar em diversos graus, desde uma participação cooperativa dos investidores na supervisão dos atos de gestão, passando por uma situação de compartilhamento das decisões entre gestor e investidores, até a situação anômala de fundos de investimento proeminentemente geridos pelos cotistas, em que o gestor assume função meramente decorativa”* (In: TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; MAFRA, Ricardo. A responsabilidade de gestores em fundos de investimento de “gestão não discricionária”. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 272).

<sup>81</sup> “A compreensão do adimplemento com um processo continuado, prolongado no tempo, conecta-se, indissociavelmente, a uma alteração mais profunda, de caráter mais estritamente conceitual. Longe de se restringir à prática do ato prometido pelo devedor, o adimplemento se reveste, no direito contemporâneo, de caráter funcional, vinculado ao atendimento dos efeitos essenciais do negócio jurídico concretamente celebrado pelas partes.” (In: SCHREIBER, Anderson. Revisitando a tríplice transformação do adimplemento. In: In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume II*. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2021, p. 17)

acionistas. Fala-se, nesse contexto, no conceito de interesse social, entendido por Nelson Eizirik como o interesse dos acionistas na qualidade de sócios do empreendimento vinculado à consecução de 2 (dois) pilares: a realização do objeto social pela sociedade e a produção dos lucros a serem repartidos entre os titulares de suas ações<sup>82</sup>.

Ambos os institutos – a sociedade por ações e o fundo de investimento – guardam entre si semelhanças suficientes a ponto de ser válida a indagação sobre se o conceito de interesse social aplicável às primeiras se manifesta, em alguma medida, com relação a estes últimos. E a resposta parece ser positiva: tal como os acionistas das sociedades por ações, os cotistas dos fundos de investimento conferem recursos próprios a serem geridos por terceiros conforme interesse pré-estabelecido, em troca de títulos padronizados que lhes conferem direitos econômicos e políticos, estes últimos exercidos preponderantemente por meio de órgão deliberativo.

Parece, nesse sentido, razoável argumentar que, tal como os acionistas das sociedades por ações, os titulares de cotas dos fundos de investimento possuem o interesse comum de que o condomínio (i) seja operado, pelos agentes encarregados, de modo compatível com os propósitos e limites fixados seja negocialmente – inclusive, mas sem restrição, a sua política de investimento –, seja por força da lei e regulamentação aplicável; e (ii) dentro destes limites, gere o melhor retorno econômico possível aos seus cotistas, mediante a valorização das cotas ou o pagamento de proventos delas decorrentes.

Concebido tal “interesse dos cotistas” como o motivo preponderante pelo qual optam por aderir ao regulamento e, assim, vincular-se contratualmente com os prestadores de serviços essenciais previstos em tal instrumento, há de se concluir que a existência e a gravidade do inadimplemento – leia-se, sua qualificação como relativo ou absoluto – envolverá a geração, pelos prestadores essenciais, àquele propósito geral condutor do ingresso dos cotistas no fundo de investimento.

---

<sup>82</sup> “O interesse social não constitui mero somatório dos interesses dos acionistas, nem é inteiramente autônomo dos interesses deles, estando vinculado a 2 (dois) elementos básicos: (i) a consecução do objeto social, ou seja, a realização das atividades empresariais para as quais a companhia foi constituída; e (ii) a produção de lucros a serem repartidos entre os acionistas.” (In: EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada – Volume II. 2ª edição revista e ampliada – artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 210)



A utilidade de qualquer prestação pelos prestadores essenciais aos cotistas, de acordo com a lógica proposta, há de ser medida conforme promova o interesse dúplice destes últimos em que (i) o fundo de investimento seja administrado e gerido de acordo com os limites legais, regulatórios e regulamentares; e (ii) dentro desse escopo, que produza o maior resultado econômico possível ao condomínio (*rectius*, aos condôminos). Nesse contexto, independente de qual desses corolários é violado – se não ambos –, como aponta Cassio Cavalli, a inutilidade há de ser alegada e comprovada pelo credor, e poderá, adversamente, ser posta em dúvida ou mesmo afastada pelo devedor<sup>83</sup>.

Digno de nota que a referida concepção bifásica do interesse dos cotistas previne a argumentação de que determinado ato de gestão ou de administração se caracterize como benéfico aos cotistas pura e simplesmente por gerar impacto positivo ao valor da cota em um determinado momento. Deve, com efeito, ser praticado em estrita observância às normas legais, regulatórias e do regulamento, entre outras aplicáveis, sob pena de expor o condomínio e, por conseguinte, os titulares de suas cotas a riscos de desconformidade, aptos a gerar uma miríade de consequências desfavoráveis ao fundo, a ser exploradas pormenorizadamente adiante.

O cotista tem, assim, a expectativa legítima de que os prestadores essenciais do fundo em que investe seus recursos atuarão não apenas com o intuito de valorizar o capital investido; mas, entre outros, que o façam de modo atento e conforme às disposições normativas aplicáveis; que, ao fazê-lo, atenham-se à política de investimento e parâmetros de risco fixados, bem como aos padrões de diligência e lealdade deles exigidos; que mantenham os cotistas devidamente informados e que atuem em conformidade com as informações prestadas. Tudo isso dá o contorno e a substância da conduta esperada do administrador e do gestor de carteira a fim de que a sua conduta possa considerar-se como adimplemento das obrigações nascidas com a adesão dos cotistas ao regulamento.

---

<sup>83</sup> CAVALLI, Cassio. *Mora e utilidade: os standards da utilidade no modelo jurídico da mora do devedor*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2011, pp. 53-54.

### 2.1.2 Responsabilidade civil e administrativa: distinção necessária

Sem prejuízo de o adimplemento dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento ser informado e qualificado por normas de cunho regulatório, deve-se ressaltar a autonomia entre a responsabilidade civil e a responsabilidade administrativa, de tal modo que os requisitos para a configuração desta última devem ser analisados como fenômeno distinto, ainda que por vezes concomitante, à verificação da primeira.

Uma das diferenças fulcrais entre os regimes de responsabilidade civil e administrativa é a finalidade daquela de reparar danos causados a determinada vítima – contrariamente a esta última, cuja configuração, portanto, independe da constatação de prejuízo<sup>84</sup>. Pertinente, nesse sentido, o entendimento de Pablo Renteria em voto de relatoria proferido no PAS CVM RJ2015/12087, abaixo reproduzido no trecho pertinente:

“84. Do mesmo modo, a regulamentação da CVM não exige a prova do dano e de sua extensão para a configuração da deslealdade do gestor ou administrador. Vale aqui lembrar que, neste julgamento, apura-se a responsabilidade administrativa dos Acusados, a qual, diferentemente da responsabilidade civil, não tem por finalidade a reparação de prejuízos. Em vez disso, destina-se a reprimir condutas desviantes das normas que regem o funcionamento do mercado de valores mobiliários. Por isso, e ressalvadas situações específicas, as infrações administrativas não supõem a produção de dano.”<sup>85</sup>

Como já delineado, o presente estudo tem por objeto a responsabilidade civil – e não administrativa – dos prestadores essenciais perante os cotistas. Isso não quer dizer, contudo, que a infração de normas ensejadoras de responsabilização do administrador e do gestor de carteira perante a CVM seja de todo irrelevante ao objeto de análise. Afinal, como já indicado, muitas vezes o inadimplemento

---

<sup>84</sup> Nesse sentido, ainda, Nicholas Furlan Di Biase: “Ainda, no tocante ao dano, a responsabilidade civil se diferencia da administrativa na medida em que, na primeira, exige-se a ocorrência do dano; ao passo que a segunda pode prescindir de tal elemento” (In: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 298).

<sup>85</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2015/12087*. Voto de Relatoria do Diretor Pablo Renteria. Data do Julgamento: 24/07/2018. Disponível em <[RJ201512087.pdf \(cvm.gov.br\)](https://cvm.gov.br/relatoria/RJ201512087.pdf)>. Acesso em 18.09.2023.

contratual de obrigação devida aos cotistas traduzirá, *pari passu*, infração a norma administrativa.

Frisa tão somente a presente subseção que a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais depende, também, inexoravelmente da constatação de dano aos cotistas em adição ao inadimplemento contratual, coisa que não se verifica no âmbito da responsabilização desses agentes perante a CVM pela simples inobservância de normas administrativas.

### 2.1.3 Inadimplemento contratual, dano ao cotista e a responsabilização civil dos prestadores essenciais

Violados, pelos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento, deveres previstos no regulamento, na lei ou nas normas regulamentares expedidas pela CVM, incorrem esses agentes em inadimplemento do contrato celebrado por estes com os cotistas – e que poderá ser relativo ou absoluto, a depender da gravidade do seu impacto sobre o propósito intentado pelas partes com a avença.

Tal propósito, no caso dos cotistas, é, como já apontado acima, a obtenção de resultado econômico positivo sobre o capital investido, fruto da administração do condomínio e da gestão profissional de sua carteira dentro dos limites impostos pela política de investimento, e por prestadores de serviços devidamente autorizados, habilitados e que observem, além das demais normas aplicáveis, os padrões de conduta relacionados à lealdade para com os cotistas e à diligência em sua atuação.

A constatação do inadimplemento pode deflagrar, isolada ou cumulativamente, os dois seguintes cenários: (i) seja este caracterizado como relativo ou absoluto, poder-se-á mover ação indenizatória voltada a aferir a responsabilidade dos prestadores essenciais por indenizar as perdas e danos causadas aos cotistas; e (ii) ainda que esses eventos não sejam condicionados à inadimplência dos prestadores de serviços essenciais, pode-se imaginar um aumento na quantidade de cotistas que opte por cessar seu relacionamento com o administrador e/ou gestor de carteira, seja mediante a alienação ou resgate de suas cotas (em classes fechadas e abertas, respectivamente), ou, ainda, a convocação e deliberação em assembleia geral pela destituição e substituição do prestador inadimplente.

A responsabilização dos prestadores essenciais pelas perdas e danos causados aos cotistas pela conduta inadimplente ocorrerá, como se depreende dos artigos 389 e 475 do Código Civil, independentemente da decisão desses últimos de fazer cessar a sua vinculação ao administrador e/ou ao gestor, mediante a sua destituição ou, ainda, a alienação ou resgate de cotas.

A existência de relação contratual prévia entre cotistas e prestadores essenciais corrobora a conclusão de que a responsabilidade destes por danos àqueles é de natureza contratual, e não aquiliana. Sem prejuízo das críticas à utilidade dessa distinção<sup>86</sup>, cuja análise pormenorizada foge ao escopo deste estudo, a caracterização da responsabilidade dos prestadores essenciais por danos aos cotistas como contratual apresenta como consequências práticas (i) a aplicabilidade, conforme jurisprudência do STJ<sup>87</sup>, do prazo prescricional decenal previsto no artigo 205 do Código Civil; e (ii) a presunção de culpa ou produção do dano<sup>88</sup>, visto este ser decorrente do inadimplemento de deveres contratualmente impostos aos agentes.

Especialmente com relação à presunção de culpa na produção do resultado danoso, deve-se ressaltar a sua mitigação pela possibilidade de alocação dinâmica do ônus da prova pelo juiz, nos termos do artigo 373, parágrafo 1º do Código de Processo Civil, conforme a sua produção seja excessivamente onerosa para uma parte ou mais fácil para a outra<sup>89</sup>. Em qualquer caso, é imprescindível a eventual pleito indenizatório que os cotistas lesados demonstrem, comprovadamente, (i) a ocorrência das perdas e danos objeto de indenização, e (ii) que a sua produção

---

<sup>86</sup> Como elucidado em DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, pp. 249-250.

<sup>87</sup> A título de exemplo, nesse sentido, pode-se citar: SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *REsp n. 1.281.594/SP*, relator Ministro Benedito Gonçalves, relator para acórdão Ministro Felix Fischer, Corte Especial, julgado em 15/5/2019, DJe de 23/5/2019; SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *EDcl no AgInt no AREsp n. 2.324.059/MG*, relator Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 11/9/2023, DJe de 14/9/2023; SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *AgInt no REsp n. 1.990.197/SP*, relatora Ministra Nancy Andrigli, Terceira Turma, julgado em 13/3/2023, DJe de 15/3/2023.

<sup>88</sup> “A principal diferença entre as espécies de responsabilidade é a presunção de culpa que se opera no campo obrigacional, por haver o descumprimento de um dever previamente estabelecido entre as próprias partes, bastando ao prejudicado a demonstração do fato objetivo da inexecução da obrigação. Em outras palavras: o inadimplemento faz presumir a culpa para fins de configuração do ato ilícito.” (In: SCHREIBER, Anderson. *Manual de Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, pp. 647-648)

<sup>89</sup> Como reconhecido, no contexto da relativização da distinção entre as responsabilidades contratual e aquiliana, em TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 16.

decorreu do inadimplemento de deveres impostos ao administrador e/ou ao gestor, conforme o caso.

Os referidos requisitos cuja prova incumbe aos demandantes se verifica, ainda, para os fundos de investimento a que eventualmente se repute aplicável o Código de Defesa do Consumidor, e, por conseguinte, o regime de responsabilização objetiva previsto no seu artigo 14 por danos relativos à prestação dos serviços, “*bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos*”. Em tais hipóteses, far-se-á imprescindível a prova de que houve, de fato, perdas e danos a indenizar, bem como que estas podem ser atribuídas à conduta faltosa dos prestadores essenciais.

## **2.2 Possibilidade de modulação dos critérios de responsabilização pelo regulamento**

Uma repercussão prática adicional da qualificação da responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento como contratual é a possibilidade da sua modulação negocial pelas partes – como, por exemplo, a previsão de hipóteses de eventos que configurariam caso fortuito ou força maior, pelos quais, em regra, o devedor não seria responsável, mas que passa a se responsabilizar por expressa previsão nesse sentido na avença celebrada com o credor.

No contexto específico dos fundos de investimento, essa possibilidade é reconhecida também no artigo 1.368-D, inciso II do Código Civil, que permite ao regulamento prever (i) a limitação de responsabilidade dos prestadores de serviços perante o condomínio (*rectius*: perante os cotistas) e entre si, ao cumprimento de seus deveres particulares, sem solidariedade; e (ii) os parâmetros de aferição da referida responsabilidade.

A limitação de responsabilidade de cada prestador de serviços – tanto os essenciais quanto os contratados por estes – às suas respectivas funções é associada ao intuito de afastar a solidariedade entre esses agentes, em cujo contexto os prestadores contratantes poderiam vir a ser responsabilizados por danos decorrentes inadimplementos cometidos pelos prestadores (sub)contratados. Tal solidariedade, exigida, por exemplo, pela revogada Instrução CVM 555 nos instrumentos de contratação de determinados prestadores especializados pelo administrador



Note-se que a norma em questão invoca expressamente que o regulamento poderá limitar e prever os parâmetros de aferição da responsabilidade dos prestadores de serviços “*perante o condomínio*” – trecho que, considerada a ausência de personalidade jurídica do fundo de investimento, a melhor técnica pede que se interprete como se dissesse “*perante os cotistas*”. A redação do dispositivo, particularmente ao mencionar a previsão dos parâmetros de aferição da responsabilidade, aponta para a possibilidade de a modulação da responsabilidade dos prestadores essenciais pelo regulamento atuar no que Gustavo Tepedino, Aline de Miranda Valverde Terra e Gisela Sampaio da Cruz Guedes, em estudo das cláusulas de limitação do dever de indenizar, denominam o “*momento patológico*” da relação contratual, ou seja, incidente não sobre a previsão das obrigações que necessitam ser adimplidas, mas das hipóteses, extensão e consequências, entre outros aspectos, do seu inadimplemento<sup>92</sup>.

É possível, assim, vislumbrar os usos da limitação e parametrização de responsabilidade dos prestadores essenciais pelo regulamento do fundo a partir dos exemplos de cláusulas dessa natureza apontados pela doutrina. São estes: (i) a cláusula que estipula um valor máximo a eventual montante devido a título de indenização<sup>93</sup>, útil, no caso dos prestadores essenciais perante os cotistas, para, por exemplo, fixar eventual indenização a um percentual máximo sobre o valor da cota; (ii) a cláusula que restringe a indenização a determinadas espécies de dano<sup>94</sup>, com a exclusão de outros – que pode ser utilizada no contexto em análise para, por exemplo, excluir eventuais pleitos de lucros cessantes sofridos pelos cotistas; (iii) a cláusula que restringe o dano indenizável àquele qualificado por determinados

---

<sup>92</sup> “A função das cláusulas limitativas do dever de indenizar não é outra senão a de, como seu próprio nome indica, restringir o dever de indenizar a que o devedor fica sujeito em caso de inadimplemento. Atuam, portanto, no momento patológico da relação, quando já restou configurado o inadimplemento, ao contrário das cláusulas que limitam antecipadamente o objeto do contrato, como se verá em seguida.” (In: TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 315)

<sup>93</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 318-319. Ainda, CASTRO, Diana Loureiro Paiva de. Cláusulas limitativas e excludentes do dever de indenizar: espécies, efeitos e controle valorativo. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 340.

<sup>94</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 319.

fundamentos – frequentemente o dolo ou culpa grave<sup>95</sup> –, apto a excluir, por exemplo, a responsabilização dos prestadores essenciais por prejuízos aos cotistas decorrentes de pequenos erros operacionais; (iv) a cláusula que fixa de antemão determinadas questões como de força maior<sup>96</sup>, incapazes, portanto, de ensejar a responsabilização dos prestadores essenciais, de particular relevância à delimitação preventiva das espécies de evento pelas quais o gestor não considerar-se-á responsável perante os cotistas; (v) a cláusula que limita pleitos indenizatórios no tempo, com a fixação de prazos prescricionais de caráter negocial<sup>97</sup> – útil, por exemplo, para restringir a possibilidade de o cotista pleitear indenização a um determinado prazo após a aprovação das demonstrações contábeis do fundo, nos termos do artigo 71 da Resolução CVM 175<sup>98</sup>; e (vi) a cláusula que exclui determinados bens do devedor, ou restringe a determinados bens deste o recaimento de eventual dever de indenizar<sup>99</sup> – passível de utilização, no contexto do fundo de investimento, para, por exemplo, prever que eventual dever de indenizar será pago e não excederá dado montante especificamente provisionado pelos prestadores essenciais para tal finalidade;

Com efeito, a norma contida no artigo 1.368-D, inciso II do Código Civil possibilita às partes – de um lado os prestadores essenciais, do outro os cotistas – fazer a gestão contratual dos riscos diversos ao fundo de investimento. A título de exemplo, pode-se conceber a previsão, no regulamento, tanto de normas que afastem da responsabilidade do gestor o controle de determinadas variáveis macroeconômicas dotadas de algum grau de imprevisibilidade como que normas que incluam tais controles, e que poderiam, no silêncio do contrato, enquadrar-se como casos fortuitos ou de força maior.

---

<sup>95</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 319.

<sup>96</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 319-320. Ainda, CASTRO, Diana Loureiro Paiva de. Cláusulas limitativas e excludentes do dever de indenizar: espécies, efeitos e controle valorativo. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Processo, 2020, pp. 344-345.

<sup>97</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 320.

<sup>98</sup> Resolução CVM 175, artigo 71: “Anualmente, a assembleia especial de cotistas deve deliberar sobre as demonstrações contábeis da classe de cotas, assim como a assembleia geral de cotistas deve deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo, no prazo previsto nas regras específicas de cada categoria de fundo de investimento.”

<sup>99</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 320.



Constata-se, ainda, certa conexão entre a possibilidade de o regulamento do fundo fixar os parâmetros de aferição da responsabilidade civil dos prestadores essenciais perante os cotistas, prevista no artigo 1.368-D, inciso II do Código Civil, com a faculdade, extraída do seu artigo 393, de as partes avençarem a assunção, por uma ou outra, do risco de eventos enquadrados como fortuitos – e, portanto, fora do campo de responsabilidade de ambas<sup>100</sup>.

Também pela proximidade entre as cláusulas limitativas de indenização e a inclusão no regulamento de dispositivos com base no artigo 1.368-D, inciso II do Código Civil, é possível entender como aplicáveis a estes últimos os requisitos de validade das primeiras. São estas, na doutrina de Gustavo Tepedino, Aline de Miranda Valverde Terra e Gisela Guedes, que a cláusula (i) seja acordada mutuamente entre as partes; (ii) não exclua a incidência de normas inerentes à ordem pública brasileira; (iii) considere o interesse econômico do credor que aceita a limitação de responsabilidade do devedor (citada como exemplo, pelos autores, a redução de preços); (iv) não afaste a indenizabilidade de danos pessoais, como danos morais; e (v) não seja pactuada caso já se saiba que haverá a extrapolação dos limites impostos<sup>101</sup>.

A fixação dos parâmetros de aferição da responsabilidade civil dos prestadores essenciais perante os cotistas apresenta alguns aspectos particulares à dinâmica dos fundos de investimento. Em função de a cláusula limitativa ser inscrita no regulamento, ela será primeiramente elaborada pelos prestadores essenciais e integrará a oferta aos investidores, que poderão optar por aderir ou não ao instrumento.

Neste âmbito, a consideração do interesse econômico caberá aos próprios ofertados, que decidirão se os termos do regulamento e a *expertise* e reputação do administrador e gestor de carteira justificam a parametrização, e mesmo a limitação, da responsabilidade civil destes perante aqueles. E, em toda hipótese, evidentemente não poderão tais disposições afastar a incidência das normas legais ou regulatórias cogentes aplicáveis à matéria, inclusive aquelas exaradas pela CVM (e.g. os deveres de diligência e de lealdade), sob pena de constituir afronta patente

---

<sup>100</sup> Hipótese que, todavia, encontra certa limitação na previsão, pelo artigo 1.368-D, inciso II do Código Civil, de que se considerem os “riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento”, como se verá adiante.

<sup>101</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 325.

à ordem pública e ao funcionamento hígido e transparente do mercado de valores mobiliários.

### 2.2.1 Critérios obrigatórios ao exame da responsabilidade: obrigações de meio e riscos inerentes ao mercado (art. 1.368-D, § 2º)

Paralelamente às limitações impostas pelo ordenamento à estipulação de cláusulas de limitação ou restrição do dever de uma parte indenizar eventuais danos causados a outra, o artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil prevê aspectos que – quando aplicáveis – necessitam ser levados em consideração na análise da responsabilidade civil dos prestadores essenciais por danos causados aos cotistas. São estes (i) a natureza de obrigação de meio de determinadas obrigações atribuídas aos prestadores de serviços do fundo de investimento, aí incluídos logicamente seu administrador e gestor de carteira; e (ii) os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do condomínio.

A redação do dispositivo, contudo, não considera a multiplicidade de prestadores de serviços encarregados da manutenção e operação do fundo de investimento, nem tampouco as particularidades das respectivas atividades desempenhadas. Com efeito, a menção a obrigações de meio e aos riscos inerentes às aplicações do condomínio indicam a elaboração da norma em análise com ênfase, especificamente, na disciplina do gestor de carteira – prestador de serviço cujo regime de responsabilidade civil, historicamente, foi discutido à luz da natureza de meio da obrigação de gerir (i.e., sem responder por eventual resultado negativo da carteira)<sup>102</sup> e da sua não responsabilização pelos riscos inerentes ao mercado de atuação do condomínio, conforme sua política de investimento.

---

<sup>102</sup> A esse respeito, Marcelo Barbosa: “(...) as atividades mais diretamente relacionadas ao serviço de gestão de carteira – sobre ativos que compõem a carteira do fundo e decisões de compra ou venda – representam prestações cujo objeto não pode ser o atingimento de um resultado concreto, mas o emprego de melhores esforços em tal sentido. Aliás, é justamente no exercício dessas atividades de gestão de carteira que o elemento do *risco*, constante do próprio art. 1.368-D, § 2º, pode ser percebido com maior clareza” (In: BARBOSA, Marcelo. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 260). Consentâneo, ainda, o entendimento de Rodrigo Dufloth, em exame da responsabilidade do gestor de Fundos de Investimento Multimercado (FIM) e Fundos de Investimento em Ações (FIA), a respeito do artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil: “(...) Em outras palavras, o gestor não pode ser responsabilizado quando o resultado de investimento não for bem-sucedido, justamente em virtude dos riscos inerentes a qualquer investimento – desse que, obviamente, o gestor não tenha descumprido o regulamento do FIM ou FIA tampouco possa se evidenciar ato culposos, doloso ou descumprimento a lei ou regulamentação

Ainda que, a um primeiro olhar, a norma do artigo 1.368-D, parágrafo 2º pareça se adequar mais à figura do gestor de carteira, a menção ampla a “prestadores de serviço” demanda analisar – criticamente – a sua aplicabilidade também a outros agentes, notadamente o administrador de carteira.

O caráter crítico da interpretação que deve ser destinada aos aspectos de consideração obrigatória previstos no artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil para a aferição da responsabilidade civil dos prestadores de serviço decorre, justamente, do caráter ora excessivamente amplo – notadamente a aplicabilidade indiscriminada a todos os “prestadores de serviço” – ora demasiadamente restritivo do dispositivo – a saber, quando dá a entender a necessidade de se considerar a natureza de obrigação de meio e os riscos inerentes ao mercado de atuação do fundo de investimento para toda e qualquer atividade desempenhada pelos prestadores de serviços.

Torna-se, assim, necessária uma interpretação contextualizada da norma contida no dispositivo em análise. Com relação à natureza das obrigações, deve-se ter em mente que nem todo dever dos prestadores essenciais caracterizar-se-á como de meio<sup>103-104</sup>, de igual modo que nem toda atividade desempenhada por estes terá o seu adimplemento influenciado pelos riscos ínsitos ao mercado – ou mercados – abrangidos pela política de investimento do condomínio.

Um cuidado adicional diz respeito às obrigações de caráter acessório àquelas enquadradas na hipótese do artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil. Cite-se como exemplo o dever de informar incidente sobre os riscos do mercado de

---

pertinente”. (In: DUFLOTH, Rodrigo. Notas sobre as responsabilidades de gestores de fundos de investimento em ações (FIA) e multimercado (FIM). In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 241)

<sup>103</sup> Nesse sentido, bem alerta Di Biase: “Contudo, há que se ter cautela para não incidir no erro de se afirmar que todas as obrigações do administrador e do gestor do fundo de investimento seriam de meio. Os prestadores de serviços essenciais possuem uma série de obrigações relacionadas às suas atividades. Não há dúvidas de que a obrigação de implementar a política de investimento do fundo, gerindo os ativos financeiros que integram sua carteira, é a principal obrigação do gestor do fundo, para a qual é contratado. Essa obrigação, via der regra, é de meio”. (In: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, pp. 266-267)

<sup>104</sup> Em sentido semelhante, Marcelo Barbosa: “Evidentemente, nem todas as atividades que integram o escopo de serviços de administradores fiduciários, gestores de carteira ou mesmo de terceiros contratados poderão ser equiparadas às obrigações de meio. O serviço prestado pelo administrador, por exemplo, contempla algumas atividades que, por suas características, se amoldam melhor à natureza de obrigações de resultado” (In: BARBOSA, Marcelo. *Responsabilidade do gestor de fundos de investimento*. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 259).

atuação do fundo: ainda que a obrigação de gerir os recursos do condomínio seja, em regra, obrigação de meio sujeita a riscos micro e macroeconômicos fora do controle do gestor de carteira<sup>105</sup>, o dever de informar os investidores sobre a existência, natureza e gravidade desses riscos é, com efeito, obrigação de resultado. Assim, é perfeitamente possível que em um dado caso não ocorra inadimplemento da obrigação de gerir, mas que se o verifique com relação ao dever de informar.

Sem prejuízo das cautelas aplicáveis em termos gerais ao artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil, a peculiaridade da norma em questão demanda análise particularizada de sua incidência na esfera de deveres de cada um dos prestadores essenciais – administrador e gestor de carteira. É o que se passa a fazer nas subseções a seguir.

#### 2.2.1.1 Aplicabilidade dos critérios obrigatórios ao gestor de carteira

De todos os prestadores de serviços ao fundo de investimento, o gestor de carteira é aquele cuja esfera de deveres – e cujo descumprimento de tais deveres – é mais afetado pelos critérios de consideração obrigatória na aferição da responsabilidade civil por danos aos cotistas. Afinal, o cerne do serviço por ele prestado, a já analisada gestão dos bens e direitos que compõem a carteira do fundo de investimento, é, em si, atividade sujeita a riscos de mercado exógenos ao gestor de carteira, de tal modo que deste é impossível e irrazoável exigir que assegure o resultado econômico positivo sobre o montante investido. Sua obrigação de gerir é, assim, em regra, uma obrigação de meio.

A consideração obrigatória os riscos de mercado e da natureza de obrigação de meio de sua atividade desempenha, portanto, papel protetivo à atuação do gestor, na forma da proibição cogente de que o regulamento traga para a esfera de deveres do gestor riscos incompatíveis com a sua atuação. É dizer: o serviço prestado por este é o de alocação profissional dos recursos aportados pelos cotistas, e não de

---

<sup>105</sup> “Embora nem todas as obrigações dos prestadores de serviço sejam de meio (pense-se, por exemplo, no dever do administrador de publicar as demonstrações financeiras do fundo), o preceito tem ampla aplicação, em especial com relação ao gestor do fundo, que, como visto, deve enviar seus melhores esforços para a obtenção dos rendimentos esperados, sem, contudo, se comprometer a alcançá-los. Por isso que a alocação do risco de desempenho da carteira recai sempre sobre o investidor” (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 24)

atuar como garantidor de rentabilidade ou mesmo de manutenção do valor econômico do patrimônio investido<sup>106</sup>.

Isso não quer dizer que a norma contida no artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil deve ser aplicada indiscriminadamente a toda e qualquer obrigação atribuída ao gestor de carteira. A uma, porque nem todo dever atribuído ao gestor de carteira caracterizar-se-á como obrigação de meio. A duas, porque nem todo dever deste prestador terá seu adimplemento impactado por riscos do mercado investido. Cite-se, como exemplo aplicável a ambos os casos, o dever de divulgação de informações periódicas e eventuais do fundo constante do artigo 61, caput da Resolução CVM 175 – ato cujo adimplemento pressupõe um resultado (i.e., a efetiva publicação dos fatos em questão) independentemente de qualquer fator exógeno à atividade do gestor.

De igual modo, é imprescindível examinar em que extensão os critérios obrigatórios devem influir na análise da existência ou não do dever de o gestor indenizar danos aos cotistas. Isso se verifica notadamente com relação aos riscos a que se sujeita a carteira do fundo, cuja gravidade relativamente ao patrimônio investido variará conforme o mercado investido.

Nesse contexto, por exemplo, é de se esperar que fundos de investimento que invistam em ativos de renda fixa com baixo risco de crédito – títulos de dívida pública e títulos privados de sociedades de grande porte, ou com garantias substanciais – apresentarão menor risco de desvalorização sobre o valor de sua carteira do que os que aloquem recursos em mercados historicamente mais voláteis, como o de ações (notadamente de sociedades empresárias de menor porte), criptoativos e derivativos<sup>107</sup>.

---

<sup>106</sup> A constatação vai ao encontro da doutrina de Milena Donato Oliva e Pablo Renteria: “Vale ressaltar que a certeza dos resultados financeiros e a transmutação da obrigação de meios em resultado desvirtuaria por completo a finalidade do serviço de gestão de recursos de terceiros, que está intimamente vinculada à busca de rendimento financeiro por meio da aplicação dos recursos do cliente na compra e venda de títulos e valores mobiliários. Se a sua obrigação fosse de resultado, o gestor deixaria de exercer a atividade de administração de recursos, tornando-se, em vez disso, devedor do cliente, tal como observado em uma típica operação de mútuo bancário. Nesse cenário indesejável, o consumidor correria o risco de crédito do gestor, que, desta feita, passaria a representar fonte importante de preocupação para a higidez do sistema financeiro”. (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020, p. 674)

<sup>107</sup> A respeito dos riscos peculiares aos distintos tipos de ativo em que o gestor de carteira possa alocar os recursos de um fundo de investimento, Norma Jonssen Parente e Luiz Filipe Oliveira Santos: “Observa-se que o investimento em cada tipo de ativo envolve suas vantagens e seus riscos.

Constata-se, portanto, como necessária uma análise bifásica dos critérios obrigatórios na aferição da responsabilidade do gestor por danos causados aos cotistas: primeiro, se a consideração dos riscos inerentes ao mercado ou a natureza de meio da obrigação inadimplida sequer é relevante ao exame da responsabilidade do gestor no caso concreto; e, em caso positivo, quão determinante ou não foi o papel desempenhado por esta variável na geração do dano indenizável. É o que se passa a fazer nas subseções a seguir.

#### 2.2.1.2 Aplicabilidade dos critérios obrigatórios ao administrador

Ainda que a norma do artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil, bem como o mesmo exame bifásico aplicável ao gestor de carteira seja, em tese, aplicável também ao administrador do fundo de investimento, o rol de atividades atribuídas a este, de natureza preponderantemente (por vezes exclusivamente) operacional, indicam uma menor pertinência do dispositivo em questão no presente caso. Isso porque as incumbências do administrador constituirão majoritariamente obrigações de resultado em nada impactadas por riscos de mercado, relacionadas à constituição e manutenção da estrutura do fundo de investimento, controle contábil e elaboração e divulgação de demonstrações financeiras, entre outros.

Um dos exemplos excepcionais de obrigação de meio atribuída ao administrador – em hipótese alguma exclusiva a este – é o dever de diligência<sup>108</sup>, que, como se depreende da redação do já suscitado artigo 106, inciso I da Resolução CVM 175, envolve a busca constante pelas melhores condições possíveis para o fundo e suas classes de cotistas, com o emprego do cuidado e diligência esperados da pessoa ativa e proba na administração de seus próprios negócios. No mesmo sentido o inciso III do artigo em questão, que comanda o emprego da diligência

---

Esses inerentes ao mercado de capitais, visto que desde o momento no qual os investidores compram cotas de certo fundo de investimentos estão sujeitos a todas as oscilações e alterações possíveis de acordo com tipo de investimento realizado pelo fundo” (In: PARENTE, Norma Jonssen; SANTOS, Luiz Filipe Oliveira. Deveres e responsabilidades dos gestores de fundos de investimento. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 307).

<sup>108</sup> OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 23.

“*exigida pelas circunstâncias*” na defesa dos direitos dos cotistas, com a prática de todos os atos necessários a assegurá-los.

Trata-se os exemplos acima de hipóteses, raras na esfera de atuação do administrador, de obrigações de meio, que, portanto, devem ser levadas em consideração quando do exame da responsabilidade civil deste prestador pela reparação de danos causados ao cotista, por exigência expressa do artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil.

### **2.3 A classificação da responsabilidade dos prestadores essenciais conforme o dano mediato ou imediato aos cotistas**

Paralelamente às particularidades do inadimplemento causador do dano indenizável, bem como à possibilidade e limites de modulação negocial da responsabilidade dos prestadores essenciais ao fundo de investimento, é imprescindível examinar, ainda, as diferentes relações jurídicas existentes entre o administrador e pelo gestor de carteira com terceiros e com os cotistas, capazes, cada qual de sua própria forma, de gerar danos indenizáveis a estes últimos.

É evidente que todo dano indenizável causado pelos prestadores essenciais aos cotistas depende da relação contratual existente entre ambos. Contudo, tal dano indenizável pode nascer (i) de prestações devidas pelos prestadores essenciais diretamente aos cotistas, e (ii) de atos praticados a terceiros pelos prestadores essenciais atuando em nome do fundo (i.e., dos cotistas). Essas hipóteses serão pormenorizadamente analisadas abaixo.

#### **2.3.1 Dano indenizável decorrente de inadimplemento de deveres devidos diretamente aos cotistas**

O primeiro tipo de inadimplemento apto a gerar dano indenizável ao cotista é aquele relativo a obrigações devidas diretamente a estes pelos prestadores essenciais. Cite-se, por exemplo, o dever de o administrador realizar a convocação imediata de assembleia geral de cotistas para eleição de substituto em caso de descredenciamento ou renúncia de prestador de serviço essencial, nos termos do artigo 108 da Resolução CVM 175.

Os casos de inadimplemento de obrigações dessa natureza são os que mais claramente podem ser atrelados como causadores de danos aos cotistas, caso em que poderá nascer o dever de o administrador ou o gestor de carteira – ou mesmo de ambos, no caso de obrigações conjuntas – indenizar aqueles. Isso porque o dano aos cotistas é o que mais diretamente se pode associar a uma falha na atuação dos prestadores essenciais. A título de exemplo, se determinada informação lesiva aos negócios do fundo não é divulgada a tempo a todos os cotistas – de tal modo, por exemplo, que determinados investidores a descobrem antes de outros e iniciam o movimento de cotas com a sua consequente desvalorização no mercado –, o evento pode ser mais diretamente associado ao inadimplemento do dever de informar pelo administrador.

O mesmo ocorre, por exemplo, se determinada convocação de assembleia geral relevante à classe de cotas é enviada apenas a uma fração dos cotistas dela integrantes, de modo que uma parte dos investidores não consegue participar da deliberação. Sem prejuízo de eventual declaração de nulidade do ato, com a convocação de nova assembleia, eventuais resultados negativos ao patrimônio do fundo ou às suas cotas – no caso de fundos abertos à negociação no mercado secundário –, caso possam ser vinculados como consequência direta da má conduta do administrador, poderão fazer nascer o dever de este indenizar os cotistas.

Nesta categoria se inserem também os danos provocados pela inobservância dos deveres fiduciários, que, como visto acima, compreendem os padrões de conduta de diligência e de lealdade. Se qualquer dos prestadores essenciais incorre em tais violações, e, ao fazê-lo, causa prejuízos aos cotistas, estes somente precisarão fazer prova de tal inadimplemento e do liame causal com as perdas sofridas para fazer jus ao direito à indenização.

### 2.3.2 Dano indenizável decorrente de atos exercidos em nome dos cotistas

Sem prejuízo da relevância de deveres como a informação aos cotistas e a convocação da assembleia geral, bem como a observância dos deveres fiduciários de diligência e de lealdade, o cerne da atuação dos prestadores essenciais consiste na esfera de atos praticados por estes em nome do fundo de investimento – isto é, por este carecer de personalidade jurídica, em nome dos cotistas. Talvez o principal exemplo de tais atos sejam os negócios jurídicos celebrados pelo gestor de carteira



para a aquisição e alienação dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo – entre outros, como a locação de ativos, cessão de direitos em garantia ou para a securitização de recebíveis, entre outros casos.

A aferição da responsabilidade pessoal dos prestadores essenciais – notadamente do gestor de carteira – no caso de danos oriundos de relações jurídicas com terceiros apresenta um desafio adicional quando comparada com o inadimplemento de obrigações devidas diretamente aos cotistas, qual seja, que os danos a estes últimos decorram de negócios jurídicos celebrados com terceiros. Devem, assim, considerar eventuais particularidades inerentes a tais relações, adicionalmente aos deveres atribuídos aos prestadores essenciais devidos estritamente aos cotistas.

Esse exame dúplice do inadimplemento – primeiro perante os terceiros com quem celebrados os aludidos negócios jurídicos, e subsequentemente perante os cotistas vítimas do dano – assume uma faceta contratual de complexidade, qual seja, com relação ao descumprimento dos termos dos negócios jurídicos celebrados com esses terceiros.

Cite-se por exemplo o caso do fundo de investimento imobiliário que, a fim de se capitalizar no curto prazo, cede direitos de natureza imobiliária para determinada companhia securitizadora, que os vinculará como lastro à emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e, em retorno, pagará determinado preço ao fundo cedente com os recursos captados com a integralização dos CRI. Para tanto, o gestor do fundo celebra, em nome do condomínio, contrato de cessão que pode conter uma série de condicionantes para a manutenção do negócio, como a observância de determinados índices de desempenho e endividamento – os chamados *covenants* financeiros<sup>109</sup> – para assegurar a capacidade do fundo de honrar com eventuais pagamentos necessários ao êxito da operação. Nessa hipótese, não é raro que a inobservância de tais índices acarrete a obrigação, contratualmente negociada, de o fundo recomprar os créditos cedidos, o que pode causar despesas de curto prazo inesperadas ao condomínio, e, conseqüentemente, aos cotistas.

---

<sup>109</sup> Tratando dos *covenants* financeiros no âmbito do direito bancário, Eduardo Salomão Neto os define como dispositivos “pelos quais o tomador se compromete a manter índices financeiros, relativos a endividamento, relação entre ativo e passivo, ou entre passivo e patrimônio líquido, dentro de padrões específicos”. (In: SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 366)

Em um tal contexto, eventuais danos aos cotistas decorrentes do descumprimento de contratos com terceiros necessitarão ser caracterizados como descumprimento de deveres devidos aos cotistas pelos prestadores essenciais para configurar o dever de indenização. Assim, responsabilidade dos prestadores essenciais perante os cotistas nascerá não de um, mas de dois inadimplementos que, apesar de conexos, guardam certo grau de autonomia entre si.

Considerando o caso hipotético acima, se o fundo (*rectius*, a comunhão de cotistas) se vê obrigado ao pagamento de determinada quantia que subsequentemente se apure ter originado de comportamento inadimplente por parte do administrador ou do gestor de carteira, não é razoável imaginar que os condôminos amarguem tal prejuízo sem buscar a devida reparação junto aos verdadeiros responsáveis pelo dano gerado.

#### **2.4 O cotista consumidor: aplicabilidade ou não do CDC às relações com os prestadores essenciais do fundo de investimento**

Além das normas do Código Civil sobre o inadimplemento contratual e aquelas específicas aos prestadores de serviços ao fundo de investimento, o regime de responsabilidade civil destes agentes perante os cotistas deve considerar, também, as hipóteses de incidência do Código de Defesa do Consumidor, e as normas constantes deste diploma que disciplinam a matéria.

O enquadramento de determinado contrato como disciplinado pelo Código de Defesa do Consumidor depende da sua caracterização como relação de consumo. Esta é qualificada como aquela firmada entre (i) um consumidor, conceituado no artigo 2º do diploma como a pessoa física ou jurídica adquirente ou usuária de produto ou serviço como destinatária final; e (ii) um fornecedor, que, nos termos do artigo 3º da lei de consumo, é a pessoa física ou jurídica que desenvolve a produção e comercialização de produtos e a prestação de serviços – estes últimos definidos, no parágrafo 2º do dispositivo em questão, como qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, incluídas as de natureza bancária e financeira.

Digno de nota que, com o embate entre as teorias maximalista e finalista do conceito de consumidor – a primeira defensora do conceito de consumidor como qualquer destinatário final que remove o bem ou serviço adquirido do mercado, e a segunda a adotar definição mais restrita de consumidor, como aquele

presumidamente vulnerável que adquire o produto ou serviço para uso não profissional<sup>110</sup> –, o STJ tem adotado posição intermediária entre estes dois extremos, com o reconhecimento da qualidade de consumidor daquele que, ainda que adquira bem ou serviço para uso profissional, demonstre ser técnica, jurídica ou economicamente vulnerável<sup>111</sup>. Por esse motivo, sob a égide desta teoria, chamada finalista mitigada ou finalista aprofundada, Anderson Schreiber reputa a constatação da vulnerabilidade técnica, jurídica ou econômica como “*pedra de toque na definição do consumidor*”<sup>112</sup>.

Anderson Schreiber define (i) a vulnerabilidade técnica como a situação em que o contratante, por carecer de conhecimento específico sobre o contrato ou o objeto da contratação, se sujeita ao fornecedor, mais capacitado nesse sentido; (ii) a vulnerabilidade econômica como a disparidade de poder econômico do contratante frente ao fornecedor, de modo que o primeiro se coloca em posição de sujeitar-se ao segundo; e (iii) a vulnerabilidade jurídica como o desconhecimento, pelo contratante, dos direitos a ele conferidos no âmbito da avença celebrada com o fornecedor<sup>113</sup>.

Ainda sobre a relevância da constatação da vulnerabilidade para que o contratante se qualifique como consumidor, segundo Marcelo Junqueira Calixto,

“(…) Não basta, com efeito, falar-se simplesmente em pessoa física ou jurídica (requisito subjetivo), nem que estas realizam uma destinação final do produto (requisito teleológico) que, no caso da pessoa jurídica e do profissional, seria a aquisição de um produto fora de sua atividade principal. É de se ter em mente ainda a verificação, em concreto, da vulnerabilidade destes últimos para que seja aplicada a tutela especial do CDC e não as normas do Código Civil.”<sup>114</sup>

---

<sup>110</sup> SCHREIBER, Anderson. *Manual de Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 653.

<sup>111</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 661.145/ES, relator Ministro Jorge Scartezzini, Quarta Turma, julgado em 22/2/2005, DJ de 28/3/2005, p. 286. Mais recentemente, SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA, AgInt no AREsp n. 1.056.551/MT, relator Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 9/10/2023, DJe de 16/10/2023; e SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA, AgInt no AREsp n. 2.189.393/AL, relator Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 6/3/2023, DJe de 21/3/2023.

<sup>112</sup> SCHREIBER, Anderson. *Manual de Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 654.

<sup>113</sup> SCHREIBER, Anderson. *Manual de Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 654.

<sup>114</sup> CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A responsabilidade civil do fornecedor de produtos pelos riscos do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, pp. 42-43.

O enquadramento de um contrato como regido pelo Código de Defesa do Consumidor acarreta impactos relevantes na sua disciplina legal, decorrente das normas deste diploma e de sua teleologia geral de proteger direitos e interesses básicos do consumidor, presumidamente em posição de vulnerabilidade frente ao maior porte econômico, técnico e jurídico do fornecedor. No âmbito da responsabilidade civil do prestador de serviços, essa maior proteção ao consumidor se concretiza na previsão do artigo 14 de que o primeiro responde objetivamente por vícios do serviço prestado a este último<sup>115</sup>.

É dizer: enquanto na responsabilidade contratual prevista no Código Civil não se prescinde da constatação do elemento culpa – presumido na ocorrência do inadimplemento que dá azo ao dever de a parte inadimplente indenizar perdas e danos –, no Código de Defesa do Consumidor a responsabilidade do fornecedor, objetiva, prescinde da constatação de culpa, nascendo do vício do serviço que guarde nexos causal com o dano experimentado pelo consumidor<sup>116</sup>.

O caráter defeituoso do serviço, para os fins do artigo 14 do Código de Defesa do Consumidor, é aferido a partir do exame de determinadas circunstâncias relevantes, exemplificadas no rol do parágrafo 1º do dispositivo, como, entre outros, (i) o modo em que foi fornecido, (ii) o resultado e os riscos dele razoavelmente esperados e (iii) a época em que foi fornecido. No caso, o serviço não se considera defeituoso pela adoção de novas técnicas, como preceitua o parágrafo 2º do artigo em questão.

Ainda no contexto do artigo 14, nos termos do seu parágrafo 3º, o fornecedor não será considerado responsável por vícios dos serviços prestados apenas mediante prova de que (i) o defeito alegado inexistia ou (ii) a culpa exclusiva do consumidor ou de terceiros.

Um segundo impacto da aplicação do Código de Defesa do Consumidor a determinada relação contratual decorre da possibilidade, no âmbito de processo

---

<sup>115</sup> “Não bastasse isso, o Código de Defesa do Consumidor inaugurou um amplo campo de incidência da responsabilidade civil objetiva, ao afirmar que o fornecedor, em regra, responde independentemente de culpa pelos danos decorrentes de produtos ou serviços que não ofereçam a segurança que deles legitimamente se espera, ocasionando acidentes de consumo – aquilo que o código consumerista se refere como fato do produto ou do serviço.” (In: SCHREIBER, Anderson. *Manual de Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 657)

<sup>116</sup> “Portanto, nas situações nas quais o consumidor receber um serviço defeituoso e isso lhe acarretar algum dano, o prestador deverá indenizá-lo, não se questionando se agiu em culpa. Basta que se reconheça o dano e o prestador do serviço terá que indenizá-lo.” (In: NEVES, José Roberto de Castro, *Contratos II*. 1ª ed. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2019, p. 7)

judicial, da inversão do ônus da prova quando, a critério do julgador, “*for verossímil a alegação ou quando for ele hipossuficiente, segundo as regras ordinárias de experiências*” (artigo 6º, inciso VIII).

#### 2.4.1 A aplicação do Código de Defesa do Consumidor à relação entre o cotista e o administrador e gestor de carteira na jurisprudência do STJ

A aplicação do Código de Defesa do Consumidor à relação contratual entre administradores e gestores de fundos de investimento e os seus cotistas encontra reconhecimento na jurisprudência do STJ, com adaptações interpretativas considerando as particularidades dessa relação jurídica.

Cite-se por exemplo o acórdão no REsp 799.241/RJ, caso em que se discutia a responsabilidade civil “*do administrador e do gestor de fundo de investimento derivativo, em razão dos prejuízos advindos da desvalorização do Real ocorrida em janeiro de 1999, com a mudança pelo Governo Federal da política cambial, na qual houve uma superdesvalorização da moeda brasileira em relação ao dólar estadunidense*”<sup>117</sup>. Ao analisar especificamente a responsabilidade do gestor do fundo por eventuais danos ao investidor, o Min. Raul Araújo, em seu voto de relatoria, considerou elementos como (i) o caráter experiente do investidor autor da demanda, analista atuante no ramo; (ii) a não assunção, pelo gestor, de obrigação de gerar quaisquer resultados positivos ao patrimônio do fundo independentemente

---

<sup>117</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 799.241/RJ, relator Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 14/8/2012, DJe de 26/2/2013. Ementa: “RECURSO ESPECIAL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO DERIVATIVO. DESVALORIZAÇÃO DO REAL. MUDANÇA DA POLÍTICA CAMBIAL. PREJUÍZO DO CONSUMIDOR. RISCO INERENTE AO PRODUTO. RECURSO PROVIDO. 1. Em regra, descabe indenização por danos materiais ou morais a aplicador em fundos derivativos, pois o alto risco é condição inerente aos investimentos nessas aplicações. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o consumidor ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. Como é da lógica do mercado financeiro, quanto maior a possibilidade de lucro e rentabilidade de produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento. 2. No caso em exame, o consumidor buscou aplicar recursos em fundo agressivo, objetivando ganhos muito maiores do que os de investimentos conservadores, sendo razoável entender-se que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios especulativos, mormente quando se sabe que o perfil médio do consumidor brasileiro é o de aplicação em caderneta de poupança, de menor rentabilidade e maior segurança. 3. Não fica caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa de máxima obtenção de lucro. Não pode ser considerado defeituoso serviço que não garante resultado (ganho) financeiro ao consumidor. 4. Recurso especial conhecido e provido.”

dos riscos de mercado; e (iii) a impossibilidade de se presumir “*eventual má gestão do fundo, gestão fraudulenta ou propaganda enganosa, mormente quando as instituições financeiras são fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil*”<sup>118</sup>. O entendimento da Corte foi unânime com o voto relator.

Em ocasião subsequente, o STJ analisou, no âmbito do REsp 656.932/SP pleito indenizatório movido por investidores pessoa física contra gestor de fundo de investimento, por prejuízo alegadamente causado por este àqueles em função de impactos da desvalorização cambial no patrimônio gerido. No caso, em seu voto de relatoria, o Min. Antonio Carlos Ferreira ressaltou a aplicabilidade à espécie do Código de Defesa do Consumidor, visto constatar-se “*perfeitamente, uma relação de consumo, na qual os autores, pessoas físicas e destinatários finais, contrataram o serviço da instituição financeira para investir economias por eles amealhadas ao longo da vida*”<sup>119</sup>.

No referido recurso especial, o STJ reiterou a noção de que o gestor não se responsabiliza pelos riscos a que estão sujeitos os investimentos por ele realizados. No entanto, concordou com o aresto recorrido ao constatar que a “*motivação fático-probatória adotada nas instâncias ordinárias demonstra ter havido, no mínimo, um grave defeito na publicidade e nas informações relacionadas aos riscos dos investimentos, induzindo os investidores a erro, o que impõe a responsabilidade civil da instituição financeira*”<sup>120</sup>. A Quarta Turma acompanhou, à unanimidade, o voto relator.

---

<sup>118</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 799.241/RJ, relator Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 14/8/2012, DJe de 26/2/2013. Ementa reproduzida acima.

<sup>119</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 656.932/SP, relator Ministro Antonio Carlos Ferreira, Quarta Turma, julgado em 24/4/2014, DJe de 2/6/2014. Ementa: “CIVIL. RECURSO ESPECIAL. APLICAÇÃO FINANCEIRA. FUNDO DE INVESTIMENTO. VARIAÇÃO CAMBIAL OCORRIDA EM 1999. PERDA DE TODO O VALOR APLICADO. CLÁUSULA STOP LOSS. INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS E MORAIS. CDC. RELAÇÃO DE CONSUMO. DESCUMPRIMENTO CONTRATUAL. MERO DISSABOR. 1. Por estar caracterizada relação de consumo, incidem as regras do CDC aos contratos relativos a aplicações em fundos de investimento celebrados entre instituições financeiras e seus clientes. Enunciado n. 297 da Súmula do STJ. 2. O risco faz parte do contrato de aplicação em fundos de investimento, podendo a instituição financeira, entretanto, criar mecanismos ou oferecer garantias próprias para reduzir ou afastar a possibilidade de prejuízos decorrentes das variações observadas no mercado financeiro. (...) 4. Mesmo que o pacto do stop loss refira-se, segundo o recorrente, tão somente a um regime de metas estabelecido no contrato quanto ao limite de perdas, a motivação fático-probatória adotada nas instâncias ordinárias demonstra ter havido, no mínimo, grave defeito na publicidade e nas informações relacionadas aos riscos dos investimentos, induzindo os investidores a erro, o que impõe a responsabilidade civil da instituição financeira. Precedentes. (...)”

<sup>120</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 656.932/SP, relator Ministro Antonio Carlos Ferreira, Quarta Turma, julgado em 24/4/2014, DJe de 2/6/2014. Ementa reproduzida acima no trecho pertinente.

Semelhante distinção entre as perdas decorrentes de irregularidades na gestão ou administração do fundo, às que suscitam a responsabilidade do administrador e/ou gestor, e aquelas provocadas por riscos inerentes ao mercado em que os recursos do fundo são alocados foi repisada, ainda, no julgamento do REsp 1.187.365/RO pela Quarta Turma do STJ. Na hipótese, a posição da Turma, que acompanhou à unanimidade o voto do relator Min. Luis Felipe Salomão, foi no sentido de que a intervenção do Banco Central na instituição contratada pelo administrador para prestar o serviço de gestora do fundo, ao obstar o resgate de valores aportados pelos investidores, causou danos a estes últimos, por cuja reparação os referidos prestadores de serviços poderiam ser responsabilizados.

A aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor ao caso em questão foi reconhecida com referência expressa ao fato de que o serviço de administração do fundo de investimento era prestado no contexto da prestação de outras atividades ínsitas a um conglomerado bancário. É o que se constata do trecho abaixo reproduzido:

“4. Para o desate da controvérsia, primeiramente, cumpre ressaltar que a atividade bancária é alcançada pelas normas do Código de Defesa do Consumidor, conforme se encontra pacificado pela Súmula n. 297, segundo a qual “[o] Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”.

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.”<sup>121</sup>

---

<sup>121</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *REsp* n. 1.187.365/RO, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 22/5/2014, DJe de 25/8/2014. Ementa: SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *REsp* n. 1.187.365/RO, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 22/5/2014, DJe de 25/8/2014. Ementa: “DIREITO CIVIL E CONSUMIDOR. RECURSO ESPECIAL. FUNDO DE INVESTIMENTO. BANCO DA AMAZÔNIA. ADMINISTRADOR DO FUNDO. SUBCONTRATAÇÃO. GESTÃO DA CARTEIRA. BANCO SANTOS. SANTOS ASSET MANAGEMENT. INTERVENÇÃO DO BACEN. VALORES BLOQUEADOS. RESPONSABILIDADE. ADMINISTRADOR DO FUNDO. 1. Incide o Código de Defesa do Consumidor aos contratos celebrados entre os investidores não profissionais - de regra, pessoas físicas - e instituições financeiras administradoras de fundo de investimento. Incidência da Súmula n. 297/STJ. (...) 3. O investidor em fundos deve assumir os riscos de um retorno financeiro não tão rentável ou mesmo de prejuízos decorrentes da natural flutuação do mercado de valores mobiliários, cuja sustentação depende de inúmeros fatores de ordem econômica, nacionais e internacionais. 4. Porém, a perda dos valores investidos pelo consumidor, em razão do bloqueio determinado pelo Bacen no Banco Santos, não se insere nos riscos naturais inerentes ao mercado de

Digna de nota, ainda, a relativização sustentada no acórdão da caracterização do investidor como consumidor: “[p]or 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”<sup>122</sup>.

Em seu voto de relatoria, ainda, o Min. Luis Felipe Salomão entendeu haver no caso responsabilidade solidária entre o administrador e o gestor, na medida em que este fora contratado por aquele – situação que não mais subsiste sob a vigência da Resolução CVM 175, em que, como já se viu, o gestor é instituído por força do próprio regulamento do fundo. Isso, segundo o relator, em função da aplicabilidade do artigo 34 do Código de Defesa do Consumidor à espécie, que fixa a responsabilidade solidária do fornecedor – no caso, o administrador – pelos atos praticados por seus prepostos ou agentes autônomos. Segundo o Ministro,

“[n]esse passo, para o consumidor, a instituição bancária apresenta-se sempre como o único fornecedor do serviço oferecido ao correntista, mostrando-se absolutamente irreal - ao menos do ponto de vista do investidor não profissional - a ideia de que o Banco possa subcontratar serviços importantíssimos ao sucesso do fundo, como é o caso da gestão da carteira, e o consumidor compactue com eventuais prejuízos causados por má gestão, por exemplo.

Essa aparência de que a própria instituição bancária é a gestora do fundo, em nome do princípio da boa-fé, deve ser tutelada pelo direito.”<sup>123</sup>

De se ressaltar que, com a proliferação do acesso pelo público investidor às gestoras de recursos independentes de conglomerados bancários, essa “aparência” de que o administrador atua na gestão quando, na verdade, este serviço é

---

capitais. Muito menos se assume como possível uma perda decorrente de notórias irregularidades praticadas pelas instituições subcontratadas e que culminaram em sanções de ordem administrativa, cível e criminal de todos conhecidas. (...)”

<sup>122</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 1.187.365/RO, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 22/5/2014, DJe de 25/8/2014. Ementa reproduzida acima no trecho pertinente.

<sup>123</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 1.187.365/RO, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 22/5/2014, DJe de 25/8/2014. Ementa reproduzida acima no trecho pertinente.



terceirizado não mais subsiste – ao contrário, em não raros casos é a reputação, *expertise* e histórico do gestor que atrai o investidor<sup>124</sup>.

A jurisprudência do STJ a respeito da matéria parece indicar o defeito na prestação dos serviços de administração e de gestão da carteira do fundo de investimento como eventos fundamentais à responsabilização, nos termos do Código de Defesa do Consumidor, do administrador e do gestor, respectivamente, pela reparação dos danos eventualmente causados aos investidores qualificados como consumidores. Tal caráter defeituoso, constata-se ainda dos acórdãos examinados, passa ao largo de eventuais prejuízos oriundos dos riscos de mercado, pelos quais, em regra, não podem ser responsabilizados os referidos prestadores de serviços.

#### 2.4.2 A necessária discussão sobre a pertinência (e a possibilidade) do enquadramento do investidor no regime protetivo do Código de Defesa do Consumidor

Parece, contudo, que o avanço e amadurecimento da normativa da CVM destinada especificamente à tutela de investidores de todo porte demanda a reflexão sobre a pertinência, e mesmo a possibilidade, de se recorrer à lei de consumo para tutelar relações jurídicas com peculiaridades que as distinguem sobremaneira da relação paradigmática entre o consumidor que paga pela aquisição de um produto ou pela prestação de um serviço.

Cite-se, por exemplo, a faceta programática do regulamento, que fixa a esfera de direitos e deveres dos cotistas entre si, bem como da coletividade destes para com os prestadores de serviços essenciais. Deste grupo de investidores podem participar aqueles de menor porte e especialização técnica – o investidor de varejo<sup>125</sup> –, bem como os denominados investidores institucionais, como bancos e

---

<sup>124</sup> Bem reconhecido, como já apontado acima, em OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 23.

<sup>125</sup> “A audiência pública recebeu manifestações de 25 pessoas naturais. Em regra, essas manifestações giraram em torno da flexibilização de investimentos para o público em geral, comumente denominado “varejo”, e da redução de custos relacionados às distribuições públicas de cotas de fundos fechados.” (destacou-se) (In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório da Audiência Pública SDM 08/20*. Disponível em <[Audiência Pública SDM 08/20 \(cvm.gov.br\)](https://cvm.gov.br)>. Acesso em 13.02.2024)

mesmo gestores de fundos de investimento, possuidores tanto de maiores recursos para investimento como de maior capacidade analítica para captar e processar informações e utilizá-las na tomada da decisão de investimento.

Nos fundos em que figurem como cotistas investidores desse variado leque de portes e graus de especialização, a Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, conforme alterada, fixa os conceitos de investidor profissional, em seu artigo 11<sup>126</sup>, e de investidor qualificado, em seu artigo 12<sup>127</sup>, dos quais se presume maior *expertise* e capacidade de análise de informações para instruir suas respectivas tomadas de decisão de investimento<sup>128</sup>.

Dessa presunção sucede a gradação dos regimes regulatórios atribuídos aos investidores profissionais, qualificados e ao público investidor em geral, atribuída aos primeiros maior liberdade e trâmites mais céleres para atuação no mercado de capitais, aos segundos normas um pouco mais rigorosas e a estes últimos o rigor máximo da norma regulamentar, a fim de assegurar que aloquem seus recursos no mercado de valores mobiliários com a ciência das informações e dos riscos aplicáveis ao caso concreto ao seu acesso.

---

<sup>126</sup> Resolução CVM 30, art. 11: “São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e VIII – investidores não residentes; e IX – fundos patrimoniais.”

<sup>127</sup> Resolução CVM 30, art. 12: “Art. 12. São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.”

<sup>128</sup> A respeito do conceito de investidor qualificado, João Pedro Barroso do Nascimento e Júlia Serpa Brandão apontam: “Com efeito, o que se vislumbra como definição do conceito de investidor qualificado é o reconhecimento, pela CVM, de que estas pessoas, devido ao seu perfil patrimonial e de investimento específico, teriam melhor capacidade de avaliação de riscos e de estruturas complexas de investimento, de modo que poderiam estar sujeitos a regras menos rígidas de proteção patrimonial” (In: NASCIMENTO, João Pedro Barroso do; BRANDÃO, Júlia Rodrigues Costa de Serpa. Investidor Qualificado. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de et. al. (coords.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik – Volume II*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, pp. 611-612)

Talvez o exemplo mais evidente dessa gradação de regimes normativos se constate nas duas hipóteses de rito para registro de ofertas públicas de valores mobiliários – aí incluídas as cotas de fundos de investimento – previstas na Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022. São estas (i) o registro ordinário, pelo qual, nos termos do artigo 28 da Resolução CVM 160, os documentos da oferta se sujeitam à análise prévia da CVM; e (ii) o registro automático, em que, como preceitua o artigo 27 da Resolução CVM 160, a documentação necessária à oferta não necessita ser analisada pela autarquia – o que, portanto, tende a tornar o referido procedimento tanto mais simples como mais célere.

No contexto em questão, a diferenciação dos regimes regulatórios atribuídos a cada tipo de investidor – profissional, qualificado e o público em geral – se observa na fixação de cada tipo de rito de registro conforme o público-alvo da oferta seja exclusivamente o primeiro, o segundo ou o terceiro. Cite-se por exemplo a oferta subsequente de distribuição de cotas de fundo de investimento fechado não exclusivo, que, nos termos do artigo 26, inciso VII da Resolução CVM 160, pode-se submeter ao rito de registro automático caso seja destinada apenas a investidores profissionais (alínea ‘a’) ou investidores qualificados (alínea ‘b’). Caso seja destinada ao público investidor em geral, caso não tenha havido oferta anterior objeto de análise prévia pela CVM, caso haja ampliação de público-alvo ou alteração na política de investimento do fundo (alínea ‘c’, *a contrario sensu*), a oferta deverá se sujeitar ao rito de registro ordinário.

O exemplo torna evidente a capacidade da normativa da CVM de prever disciplinas específicas adequadas às necessidades de cada tipo de investidor. Aos investidores profissionais, de quem se presume maior capacidade de coleta e análise de informações relevantes à tomada de decisão de investimento, a norma prevê a possibilidade de rito mais simples e célere.

A seu turno, para as ofertas voltadas ao público investidor em geral, a Resolução CVM 160 exige rito mais detalhado, em que os documentos serão previamente analisados pelo regulador, a fim de, entre outros, garantir que o destinatário de tais documentos possa tomar sua decisão de investimento com acesso às informações corretas e necessárias para tanto.

Em contraste, o regime protetivo atribuído ao consumidor pela lei de consumo se apresenta como arcabouço amplo, concebido para reger um sem-número de relações jurídicas – e que, portanto, tenderá a ser alheio às peculiaridades

do liame contratual entre cotistas de fundos de investimento e os seus prestadores de serviços essenciais. Há, aí, uma desvantagem comparativa deste relativamente à normativa da CVM destinada à disciplina específica dessas relações: a dificuldade de se adequar os institutos do direito do consumidor ao caso concreto posteriormente ao inadimplemento, diferentemente das normas da CVM, concebidas de acordo com estas particularidades.

A interpretação crítica que se entende necessária no que tange a aplicação da lei consumerista à relação contratual entre cotistas e prestadores essenciais do fundo de investimento surge e se concretiza na existência de um grupo de normas regulatórias concebidas especificamente para proteger os direitos e interesses dos investidores. Cabe, nesse contexto, refletir se a normativa da CVM supre a necessidade de tal regime protetivo, de modo a tornar desnecessária a incidência à espécie do Código de Defesa do Consumidor.

Contudo, a reflexão transcende a perspectiva estritamente consequencialista – fundada no supracitado argumento da vantagem comparativa do regime regulatório da CVM para fins da proteção do investidor *vis-à-vis* a lei consumerista. Há de se indagar, além disso, se o regime de ampla divulgação de informações vigente no âmbito do mercado de capitais, além da própria fiscalização do funcionamento e do cumprimento das normas aplicáveis aos prestadores essenciais pela autarquia, afastaria do cotista a vulnerabilidade reconhecida doutrinária e jurisprudencialmente<sup>129</sup> como requisito à incidência do Código de Defesa do Consumidor a determinada relação jurídica<sup>130</sup>.

Não só isso, o fato de a cota, tal como as ações de companhias<sup>131</sup>, configurar título padronizado que confere aos titulares de uma classe os mesmos direitos e

---

<sup>129</sup> Como constatado na subseção 2.4 acima.

<sup>130</sup> Di Biase, em posição consentânea, aponta a existência de mecanismos específicos à disciplina dos fundos de investimento destinados a equilibrar a relação entre cotista e prestadores essenciais, quais sejam: “(...) (a) a existência de um arcabouço regulatório destinado à proteção do investidor, especialmente sob o ponto de vista informacional (o qual entende-se que é mais completo e compatível com as especificidades do mercado de valores mobiliários do que o CDC); (b) o objetivo da CVM de impedir que o investidor realize investimentos incompatíveis com seu perfil, capacidade financeira e apetite de riscos (suitability); e (c) as prerrogativas que os cotistas dos fundos de investimentos detêm em face do administrador e do credor”. (In: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 206)

<sup>131</sup> “(...) os direitos de participação e as obrigações dos acionistas são organizados a priori em conjuntos padronizados, com o mesmo conteúdo e indivisíveis com relação à sociedade (v. § 56-4). A cada posição de sócio, ou ação, correspondem, portanto, iguais direitos de participação, cujo objeto é uma fração do lucro e do acervo líquido, função do número total de ações.” (In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Conceito e Natureza. In: LAMY FILHO, Alfredo;

deveres, também pode ser visto como um fator de relativização da vulnerabilidade do cotista frente aos prestadores essenciais.

Isso por 2 (dois) motivos: primeiro, por conta da atuação fiscalizatória da assembleia geral de cotistas, órgão deliberativo supremo do fundo de investimento. Segundo, uma vez que a padronização dos direitos conferidos pelas cotas, combinada com a variedade de cotistas de diferentes portes que podem participar do fundo – particularmente naqueles com capital pulverizado no mercado –, tende a fazer com que a atuação fiscalizatória, ou mesmo determinadas medidas judiciais ou arbitrais, por um investidor com maior grau de capacitação técnica, jurídica e econômica traga à tona, remedie ou até previna condutas irregulares do administrador ou do gestor de carteira capazes de afetar inclusive os investidores de menor porte e capacitação técnica e jurídica.

Esses aspectos da posição dos cotistas frente aos prestadores essenciais, para além de evidenciar a extrema peculiaridade da situação em análise frente aos demais contextos de fornecimento de produtos e serviços tradicionalmente regidos pela lei consumerista, põem em xeque a própria caracterização do cotista como parte técnica, jurídica ou economicamente vulnerável frente aos prestadores essenciais. Em muitos casos, seja (i) por meio da CVM, que, além de desempenhar suas funções de regulação, fiscalização e sanção no âmbito administrativo, possui legitimidade ativa para ajuizamento de ação civil pública para a tutela coletiva de investidores, nos termos do artigo 1º da Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989<sup>132</sup>; (ii) pela atuação fiscalizadora da assembleia geral de cotistas; ou (iii) pela tomada de medidas individuais por investidores de maior porte e qualificação capazes de refletir positivamente na proteção de direitos e interesses de cotistas menos qualificados e capacitados, a própria dinâmica dos fundos de investimento e das

---

PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das companhias*. 2ª ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 52)

<sup>132</sup> Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989, art. 1º: “Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público ou a Comissão de Valores Mobiliários, pelo respectivo órgão de representação judicial, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou para obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: (Redação dada pela Lei nº 14.195, de 2021) I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.”

normas regulatórias e legais a eles aplicáveis pode ser vista como capaz de suplantar qualquer grau de sujeição dos cotistas aos prestadores essenciais, seja no plano econômico (escassez de recursos frente ao administrador e ao gestor), técnico (desconhecimento da estrutura, funcionamento e operação do fundo) ou jurídico (desconhecimento dos seus direitos e dos deveres dos prestadores essenciais).

A situação particular dos cotistas analisada na presente subseção, sem prejuízo da jurisprudência do STJ sobre o assunto, demanda renovada reflexão no que diz respeito ao enquadramento daqueles no regime protetivo do Código de Defesa do Consumidor – seja para afastar por completo a noção do titular de cotas do fundo de investimento como parte vulnerável a justificar se qualifique como consumidor, seja para fornecer ao julgador critérios concretos a identificar com maior precisão os casos em que tal vulnerabilidade porventura se faça presente.

Em todo caso, necessário ressaltar a aproximação entre os conceitos de inadimplemento, elemento-chave para a responsabilização dos prestadores essenciais por danos aos cotistas nos termos do artigo 389 e seguintes do Código Civil, e o fato do serviço, conceito utilizado pelo Código de Defesa do Consumidor como requisito à responsabilidade civil do seu fornecedor por indenizar seu contratante. Isso porque, especificamente com relação às obrigações de meio, como apontam Milena Donato Oliva e Pablo Renteria no caso do gestor de carteira, a exigência na aferição da sua responsabilidade sob o CDC da constatação de defeito para qualificação do fato do serviço injeta o exame do descumprimento de deveres e padrões profissionais de conduta, o que equiparar-se-ia, funcionalmente, à verificação da culpa normativa<sup>133\_134</sup>.

---

<sup>133</sup> Sobre a culpa normativa, Gustavo Tepedino, em atualização da obra de Caio Mario da Silva Pereira, a define como “(...) o *desrespeito a padrões objetivos de comportamento exigíveis no caso concreto*”. (In: PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Responsabilidade Civil*. Atual. Gustavo Tepedino. 11ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 94)

<sup>134</sup> “O defeito reside, insista-se, não na perda patrimonial e, portanto, nos prejuízos financeiros sofridos pelo consumidor, mas na má-gestão, isto é, na gestão contrária ao regulamento (com destaque à política de investimento) e à legislação vigente, que, entre outras obrigações, impõe ao gestor o dever de agir com diligência e lealdade, buscando atender aos objetivos de investimento de seu cliente. Vale dizer, desta feita, que, embora a responsabilidade civil no diploma consumerista seja objetiva, o dever de indenizar requer a presença de defeito, o qual, em virtude da natureza de meios do serviço prestado, pressupõe a demonstração da inobservância das regras e padrões profissionais de conduta, de forma equivalente, em termos funcionais, à comprovação da culpa normativa.” (In: OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. *Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento*. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020, p. 674)

A aproximação entre os dois regimes de responsabilidade dos prestadores essenciais se dá, ainda, à medida que ambos os casos, como já apontado acima, o adimplemento do programa contratual avençado com os cotistas será qualificado pelas normas legais e regulatórias aplicáveis à atuação de cada um dos prestadores essenciais.

## **2.5 Conclusão parcial: a responsabilidade civil dos prestadores essenciais à luz do Código Civil e do Código de Defesa do Consumidor**

A responsabilidade civil dos prestadores essenciais do fundo de investimento por danos causados aos cotistas tem em seu cerne o inadimplemento da obrigação de prestar os serviços para os quais estes últimos contratam aqueles – o que pode decorrer do descumprimento de deveres contratualmente previstos no regulamento ou, ainda, das normas legais e regulatórias incidentes sobre a matéria. Sob a perspectiva funcionalizada que reputa o adimplemento contratual como a satisfação do interesse econômico intentado pelas partes contratantes, a constatação de que os investidores que aderem ao fundo buscam (i) que os prestadores essenciais exerçam suas respectivas funções dentro dos limites previstos no regulamento e na legislação aplicável; e (ii) que, ao fazê-lo, busquem os melhores interesses dos condôminos, com a valorização econômica dos montantes aportados no condomínio.

O inadimplemento, assim, seja relativo ou absoluto, caracterizar-se-á a partir do comprometimento sanável ou irreversível desse duplice interesse dos cotistas. Contudo, a aferição sobre se determinada conduta inadimplente do administrador ou do gestor de carteira, ainda que acarrete dano aos cotistas, é apta a ensejar a responsabilização civil daqueles poderá ser influenciada pelas disposições do regulamento, que poderá, nos termos do artigo 1.368-D, inciso II do Código Civil, prever (i) a limitação da responsabilidade dos prestadores de serviços perante o fundo e entre si aos deveres específicos a cada um, ausente qualquer solidariedade; e (ii) os parâmetros de aferição da responsabilidade dos prestadores de serviços.

A possibilidade de o regulamento do fundo fixar os parâmetros de aferição da responsabilidade dos prestadores de serviços parece aproximar-se da disposição, já bem analisada na doutrina, das cláusulas limitativas do dever de indenizar. Trata-

se de hipótese de elevada utilidade prática, a ser aproveitada particularmente pelos prestadores de serviços essenciais para fixar critérios de gestão do risco contratual em conformidade com a sua proposta e visão para o fundo – lembre-se, como já apontado, que estes agentes são encarregados de elaborar a versão inicial do regulamento do fundo com base no qual a sua emissão e oferta inicial de cotas é realizada junto ao público investidor.

Constatou-se que o dano aos cotistas pode decorrer do inadimplemento em dois contextos distintos, quais sejam, a inobservância de obrigações devidas diretamente aos cotistas e o descumprimento de obrigações contraídas pelos prestadores essenciais, em nome dos condôminos, perante terceiros. Neste último caso, fala-se em dois planos de inadimplemento: o primeiro, perante os terceiros com quem se contratou; e o segundo, perante os cotistas, o que também acarretará a responsabilização dos prestadores essenciais.

Há de se considerar ainda a possibilidade, reconhecida na jurisprudência do STJ – apesar dos sólidos argumentos pela relativização deste posicionamento –, de a relação entre cotistas e prestadores essenciais caracterizar-se como relação de consumo, com a conseguinte atração do regime protetivo do Código de Defesa do Consumidor. Em uma tal hipótese, qualificando-se o inadimplemento como fato de serviço, podem o administrador e o gestor de carteira ser responsabilizados objetivamente nos termos do artigo 14 da lei de consumo. Sem prejuízo de o referido dispositivo dispensar a constatação de culpa para a configuração do dever de indenizar, no caso das obrigações de meio, a necessidade de o defeito envolver a inobservância de deveres de conduta profissional imbui na análise exame funcionalmente equiparado à culpa normativa<sup>135</sup>. Esta noção, somada à normativa da CVM incidente seja a relação entre cotistas e prestadores essenciais regida pelo Código Civil ou pelo CDC, promove certa aproximação entre ambos os regimes.

Essas são as linhas gerais do regime de responsabilidade civil do administrador e do gestor de carteira por danos causados aos cotistas do fundo de investimento. Deve-se, contudo, examinar como essas variáveis se organizam no procedimento analítico da responsabilização – ou não – dos prestadores essenciais

---

<sup>135</sup> OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020, p. 674.



perante os investidores em qualquer caso concreto. É o que se passa a fazer no capítulo a seguir.

### **3. Procedimento e critérios para aferição da responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento**

Os capítulos precedentes deste estudo serviram para analisar (i) os pormenores da relação contratual entre cotistas e prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento, com ênfase nas distintas espécies de deveres atribuídos a estes últimos; e (ii) as circunstâncias em que o inadimplemento de tais deveres torna responsáveis o administrador e o gestor de carteira pela indenização de danos causados aos cotistas.

Fixadas as premissas e conceitos relativos a cada uma das referidas seções, passa-se à análise que configura o núcleo de discussão do presente trabalho, qual seja: discutir e propor um iter para a aferição, em um dado caso concreto, da responsabilidade civil ou não dos prestadores essenciais pela reparação de danos causados aos cotistas de fundo de investimento oriundos do inadimplemento de deveres atribuídos àqueles.

Este exame segmentar-se-á em (i) a constatação do inadimplemento contratual por parte dos prestadores essenciais como evento que tanto deflagra como conforma o processo de verificação da ocorrência de dano indenizável; (ii) as diferentes espécies de dano possivelmente resultantes de tal inadimplemento; (iii) os requisitos necessários à configuração do nexa causal entre inadimplemento e dano; e (iv) a identificação dos cotistas vítimas do dano oriundo da conduta inadimplente dos prestadores essenciais.

#### **3.1 O inadimplemento como evento deflagrador e conformador da responsabilidade civil dos prestadores essenciais**

Sem qualquer pretensão de repetir o já examinado a respeito da conceituação e hipóteses em que os prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento podem incorrer em inadimplemento dos deveres a eles impostos perante os cotistas, entende-se justificada a análise de tal evento especificamente no contexto do processo de aferição, no caso concreto, da responsabilidade civil dos primeiros por danos causados aos últimos.

Isso por duas razões. A uma porque, se na prática da responsabilidade civil muitos dos casos se iniciam com a constatação de um dano para então se perquirir

o agente que a ele deu causa, no caso dos fundos de investimento, o risco de a situação patrimonial dos cotistas oscilar por eventos alheios ao controle dos prestadores essenciais implica na possibilidade de, indevidamente, se exacerbar o dano supostamente causado pelo administrador e/ou pelo gestor de carteira, e, por conseguinte, condená-los a indenização desproporcional aos atos efetivamente cometidos.

E a duas, porque a compreensão acerca dos deveres inadimplidos pelos prestadores essenciais permitirá identificar com maior precisão as diferentes hipóteses de danos decorrentes da conduta irregular, conforme será analisado adiante.

### 3.1.1 A identificação dos deveres descumpridos de acordo com os bens jurídicos violados

De igual modo em que ao administrador e ao gestor de carteira se atribuem deveres voltados à tutela de bens jurídicos distintos relativos ao fundo de investimento – a prestação adequada dos serviços de administração e gestão de carteira, a higidez da estrutura do fundo, o alinhamento e relação fiduciária entre cotistas e prestadores essenciais, entre outros –, a inobservância de tais preceitos pode ensejar repercussões distintas no programa contratual que justifica a existência do fundo de investimento. Por conseguinte, igualmente variados podem ser os danos aos cotistas associados ao descumprimento de uma ou outra espécie de dever atribuído aos prestadores essenciais ao fundo de investimento.

Exemplo particularmente elucidativo é a conduta inadimplente que viola, seja diretamente ou por reflexo, dever essencial à manutenção da relação fiduciária entre cotistas e os prestadores essenciais ao fundo de investimento, em contraste com aquela que não macula tal confiança dos primeiros na capacidade e intenção destes últimos de atuar em busca do melhor interesse do condomínio (*rectius*: de seus condôminos).

É perfeitamente possível, ventile-se a hipótese, que o administrador do fundo incorra em erro operacional singelo, causador de prejuízo pontual aos cotistas. Não se está, no caso, por exemplo, diante de inadimplemento que fira a relação fiduciária destes com os cotistas – o que, em um fundo fechado negociado

em bolsa, poderia gerar reação negativa dos cotistas na forma do aumento nas vendas de cotas e a consequente desvalorização do seu preço de mercado.

Em um tal caso, a responsabilização do administrador faltoso abrangerá apenas as consequências do erro operacional cometido. Caso a cota do fundo esteja em momento de forte desvalorização por outros motivos, estes deverão ser filtrados pelo julgador, que deverá considerar apenas o ato efetivamente cometido quando da mensuração do dano. Nesse contexto, ter em mente que o inadimplemento que deflagrou a ação indenizatória hipotética é, em verdade, um erro pontual e corriqueiro pode contribuir para evitar vieses de julgamento capazes de levá-lo a embutir no dano fruto do inadimplemento as oscilações no valor da cota motivada por fatores alheios à conduta do prestador essencial.

Diversa é a situação em que o inadimplemento do prestador essencial investigado no bojo de determinada ação indenizatória diz respeito a violações mais graves à estrutura e funcionamento do fundo, como, por exemplo, os casos de quebra por completo da relação fiduciária entre cotistas e prestadores. Nessa hipótese, caso a constatação do inadimplemento preceda forte desvalorização do preço da cota (tomando-se o exemplo de um fundo com classe fechada de cotas negociadas em bolsa), ainda que o mesmo filtro deva ser empregado pelo julgador no sentido de considerar como dano apenas as perdas oriundas da quebra de confiança, excluindo fatores exógenos à conduta do prestador, não parece exagero sustentar que tais perdas comporão fração mais relevante da desvalorização total do preço da cota do que no caso acima, em que o inadimplemento decorre de erro operacional singelo.

Isso, evidente, sem olvidar dos prejuízos incorridos caso o inadimplemento se qualifique como absoluto, incluindo, sem limitação, os custos com eventual destituição e substituição do(s) prestador(es) faltoso(s) e, excepcionalmente, lucros cessantes provocados pela situação de irregularidade na administração do fundo e/ou na gestão de sua carteira.

É possível, ainda, que o inadimplemento dos prestadores essenciais atinja outros aspectos do fundo tutelados por normas legais, regulatórias e do regulamento, como, por exemplo, (i) falhas culposas na elaboração e divulgação dos demonstrativos contábeis e comunicados de fatos relevantes, capazes de transmitir imagem errônea acerca do condomínio e, assim, abalar a própria confiança do mercado na atuação pretérita, presente e futura dos prestadores

essenciais na administração e gestão do fundo; e (ii) nas classes de cotas abertas, a má gestão de liquidez, capaz, entre outros, de impor aos cotistas prazo mais extenso para o resgate de suas cotas do que aquele pactuado no regulamento.

Esses eventos podem gerar danos distintos aos cotistas, como a desvalorização do valor de mercado da cota e lucros cessantes relacionados ao atraso na recuperação do valor investido (no caso de falhas de liquidez), que necessitam ser avaliados pelo julgador sempre em consideração da dinâmica e disciplina particulares do instituto.

Assim, no princípio da análise da responsabilidade dos prestadores essenciais pelo inadimplemento danoso aos cotistas, faz-se necessário perquirir as particularidades dos deveres inadimplidos, não só no âmbito da relação obrigacional entre os primeiros e os segundos, mas também sob a perspectiva dos aspectos do funcionamento do condomínio que a norma violada visa a tutelar. Cumprida essa etapa, dá-se passo relevante na identificação (e subsequente quantificação) dos danos causados aos titulares de cotas, e, por conseguinte, do montante devido pelos causadores do dano a título de reparação.

### 3.1.2 Inadimplemento de obrigações de meio e de resultado

A segunda perspectiva pela qual se deve examinar o inadimplemento contratual pelos prestadores essenciais é se esse nasce da inobservância de deveres inerentes a obrigações de resultado ou a obrigações de meio. Trata-se as primeiras das obrigações em que o conteúdo da prestação devida envolve o atingimento de um determinado fim avençado, enquanto na segunda o próprio exercício da atividade pactuada produz o adimplemento da prestação devida pelo devedor.

A respeito da distinção, pertinente a constatação da Fabio Konder Comparato:

“[e]m resumo, toda obrigação comporta naturalmente um resultado, que corresponde à sua utilidade econômico-social para o credor. Mas nem sempre este resultado é compreendido no vínculo como elemento da prestação; algumas vezes, deixa de exercer a função de objeto ou conteúdo da obrigação, para ser tão somente a sua causa no sentido teleológico.”<sup>136</sup>

---

<sup>136</sup> COMPARATO, Fabio Konder. Obrigações de meios, de resultado e de garantia. In: *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1978, p. 530.

Ainda sobre a referida distinção, com ênfase na perspectiva funcionalizada do adimplemento como a satisfação dos interesses pretendidos pelo credor com a avença, Pablo Renteria tece distinção entre a obrigação de meios e de resultado a partir do atendimento do interesse preliminar do credor que motivou a contratação e o interesse, denominado *in obligatione*, que será satisfeito com o adimplemento<sup>137</sup>. Se há coincidência entre ambos, está-se diante de obrigação de resultado. Se apenas o interesse *in obligatione*, acessório ao interesse preliminar, é atendido, trata-se de obrigação de meios<sup>138</sup>.

Se se parte da premissa fundamental de que o adimplemento contrato de prestação de serviços vigente entre cotistas e prestadores essenciais envolve não só um ou outro ato por parte destes últimos – muito ao contrário, demanda diversas e variadas condutas necessárias à boa operação do fundo de investimento –, o critério de classificação proposto por Renteria se revela de particular relevância à categorização dos deveres do administrador e do gestor de carteira entre obrigações de meio e de resultado.

Considere-se, por exemplo, o interesse preliminar dos cotistas de (a) buscar retorno econômico positivo sobre o capital investido e (b) fazê-lo dentro dos limites de uma estratégia de investimento pré-determinada<sup>139</sup>. Se analisada, à luz da parcela (a) do interesse preliminar, o dever de o gestor de carteira gerir o capital investido da forma que entender passível de gerar o maior retorno econômico, seu caráter de obrigação de meio fica evidente a partir da dissonância entre o conteúdo dessa prestação específica – bem gerir os valores aportados no fundo – e o interesse preliminar do cotista – auferir ganhos decorrentes da valorização do seu investimento.

A seu turno, o dever de o gestor de carteira efetuar a gestão em estrita observância à política de investimentos do fundo apresenta palpável alinhamento

---

<sup>137</sup> “(...) A diferenciação entre as duas categorias, ao revés, funda-se na correspondência ou não entre o interesse (*in obligatione*) a ser satisfeito com o adimplemento e o interesse (preliminar) do credor objetivado com a constituição da obrigação. (...)” (In: RENTERIA, Pablo. *Obrigações de meio e de resultado: análise crítica*. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 65)

<sup>138</sup> “Em síntese, se o interesse *in obligatione* coincide com o interesse preliminar, a obrigação é de resultado. De modo diverso, caso o interesse *in obligatione* seja instrumental em relação ao interesse preliminar, a obrigação é de meios. Eis como a distinção encontra seu fundamento no direito positivo.” (In: RENTERIA, Pablo. *Obrigações de meio e de resultado: análise crítica*. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 65)

<sup>139</sup> Como apontado na subseção 2.1.1 do Capítulo 2 acima.

com a parcela (b) do interesse preliminar do cotista. Evidente, pois, tratar-se de uma obrigação de resultado devida pelo gestor.

O esforço de pormenorizar e capilarizar o interesse preliminar do cotista em uma série de interesses menores e relevantes à vida do fundo de investimento – particularmente no que diz respeito à sua administração e gestão hígida e alinhada com o regulamento, a lei e a regulação da CVM – permite aplicar a lente metodológica em questão a casos paulatinamente mais específicos.

Como se verificou nos capítulos acima, integram o rol de condutas componentes da prestação devida pelos prestadores essenciais aos cotistas do fundo de investimento a observância de alguns deveres qualificados como de resultado e outros inequivocamente enquadrados como de meios. A título de exemplo, se o artigo 72 da Resolução CVM 175 demanda do administrador e do gestor divulgar o ato de convocação de assembleia de cotistas em suas respectivas páginas na rede mundial de computadores, é evidente que a só falha em produzir tal resultado é apta a qualificar o inadimplemento do dever em questão. Afinal, a conduta concreta exigida dos prestadores essenciais se identifica com o interesse preliminar do cotista de que ele seja informado a respeito do condomínio em conformidade com a normativa vigente.

Em contraste, seria insuficiente a demonstrar a inobservância do dever de os prestadores essenciais “*exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo e suas classes de cotas (...)*” (Resolução CVM 175, artigo 106, inciso I) a alegação de que um determinado resultado favorável ao fundo de investimento não foi alcançado. Trata-se, afinal, de obrigação de meios atribuída ao administrador e ao gestor de carteira, de caráter acessório ao interesse preliminar do cotista de que o fundo seja adequadamente administrado e gerido, e adimplida com a boa, leal e diligente prestação dos atos inerentes às suas respectivas esferas de atuação, independentemente da consecução de qualquer fim específico.

A relevância prática de se discernir se o dever alegadamente descumprido pelo administrador ou pelo gestor de carteira diz respeito a obrigação de meios ou de resultado consiste, em um primeiro momento, em filtrar e prevenir pleitos indenizatórios frívolos, em que, por exemplo, se alega o descumprimento do dever fiduciário de diligência – obrigação de meio por excelência – porque um determinado resultado (e.g. a valorização da cota em um determinado espaço de tempo) não foi atingido.

Mas não só. A distinção entre obrigações de meio e de resultado apresenta certa utilidade na definição sobre se a imputação do dano ao prestador essencial inadimplente prescinde ou não da constatação de culpa na sua conduta. Segundo Pablo Renteria, (i) com relação às obrigações de meio, o regime de responsabilidade é subjetivo – isto é, a comprovação de que o agente agiu sem a devida diligência envolve o exame do elemento culpa<sup>140</sup>; e (ii) com relação às obrigações de resultado, a diferenciação entre estas e as obrigações de meio não acarreta automaticamente a dispensa do exame da culpa, visto que nem sempre a só constatação de que o resultado útil em que consiste a prestação não foi concretizado pelo devedor será suficiente para imputar-lhe o dever de indenizar eventuais danos causados ao credor<sup>141</sup>.

Cabe ressaltar a necessidade de avaliação da culpa para fins de que se configure o descumprimento de obrigação de meios pelo prestador essencial inclusive naqueles casos em que se entenda pela aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor. Isso por três motivos. Primeiro, em função da consideração da natureza de obrigação de meio como parâmetro obrigatório à aferição de responsabilidade prevista no artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil – norma específica aos prestadores de serviços ao fundo de investimento, que por isso necessita ser considerada mesmo quando se reputar estes como fornecedores para fins de se aplicar a lei consumerista. Segundo, porque a desconsideração do elemento culpa no caso das obrigações de meio torna inviável esse tipo de disposição, que tem na conduta diligente ou culposa a própria pedra de toque entre o adimplemento e o inadimplemento, respectivamente<sup>142</sup>. Terceiro, porque a ausência da expectativa de resultado para configurar a falta de segurança necessária à configuração de defeito no serviço referente a obrigação de meio (CDC, artigo 14,

---

<sup>140</sup> RENTERIA, Pablo. *Obrigações de meio e de resultado: análise crítica*. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 93.

<sup>141</sup> “Se, por um lado, nas obrigações de meios, a responsabilidade do devedor é sempre subjetiva, o que se explica pela própria confirmação da prestação, que se esgota na diligência prometida pelo devedor, por outro lado, nas obrigações de resultado, o devedor nem sempre responde objetivamente.” (In: RENTERIA, Pablo. *Obrigações de meio e de resultado: análise crítica*. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 98)

<sup>142</sup> A respeito do adimplemento da obrigação de meios, Gustavo Tepedino e Anderson Schreiber: “(...) nas obrigações de meio, consistindo a prestação nos melhores esforços do devedor rumo a determinado resultado, e não exatamente no alcançá-lo, o inadimplemento não pode consistir, por óbvio, na não obtenção do propósito perseguido, mas deve, muito diversamente, consubstanciar-se na falta de diligência e empenho do devedor nos esforços empreendidos”. (In: TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. *Fundamentos do direito civil: obrigações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, pp. 166-167)



parágrafo 1º) torna necessário ao julgador perquirir a forma (diligente ou não) em que tal serviço foi prestado para fins de responsabilização do seu prestador.

De se ressaltar, como bem aponta Renteria, a possibilidade de o próprio contrato que disciplina a relação entre as partes – *in casu*, o regulamento – prever a necessidade ou não da constatação de culpa para que determinado descumprimento contratual dê azo à responsabilidade contratual do devedor inadimplente perante o credor<sup>143</sup>. No caso específico dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento, e como já explorado no Capítulo 2 acima, essa possibilidade também se verifica, particularmente sob a ótica da faculdade de o regulamento fixar os parâmetros de aferição da responsabilidade civil do administrador e do gestor de carteira, entre outros, perante o condomínio (*rectius*, perante os cotistas), conforme previsto no artigo 1.368-D, inciso II do Código Civil.

Há, ainda, valor prático na classificação entre obrigações de meio e de resultado à medida que o critério permite diferenciar os regimes de distribuição do ônus da prova – pelo menos a princípio<sup>144</sup> – aplicáveis a cada caso. Isto é, enquanto na ação de responsabilidade por descumprimento contratual nascido de obrigação de meio se entende que o ônus de provar inadimplemento, dano e nexo causal incumbe ordinariamente ao autor, no pleito fundado na violação de obrigação de resultado o autor se encontra em posição mais vantajosa, posto que caberia ao devedor-réu provar o adimplemento ou a não imputabilidade do dano, seja pela ocorrência de fortuito ou força maior ou a sua conduta diligente, nos casos em que esta último argumento é admitido para afastar a responsabilização<sup>145</sup>.

Ao analisar a supracitada tese, Pablo Renteria aponta justificativa dúplice para a alocação do *onus probandi* no devedor-réu, e não no autor-credor. São estas (i) o forte indício de que o descumprimento de obrigação de resultado imputa ao

---

<sup>143</sup> “(...) Como já se ressaltou ao se mencionar o disposto nos arts. 392 e 393 do Código Civil, cuida-se de matéria afeta à autonomia privada, de sorte que se faculta às partes ajustarem no concreto regulamento contratual o regime de responsabilidade adequado para a realização dos objetivos contratuais perseguidos. (...)” (In: RENTERIA, Pablo. *Obrigações de meio e de resultado: análise crítica*. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 95)

<sup>144</sup> Sobre a relativização da referida divisão tradicional, Gustavo Tepedino, Aline Miranda Valverde Terra e Gisela da Cruz Sampaio Guedes: “(...) De todo modo, mesmo nesse cenário, a peculiaridade da responsabilidade contratual – presunção de culpa a partir do inadimplemento – sofre significativa atenuação a depender da natureza da obrigação a que o devedor se vinculara (...)” (In: TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 13-14)

<sup>145</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 13.

réu o dever de indenizar o autor e (ii) a facilidade que o réu tem de fazer prova contrária ao pleito, seja para demonstrar que adimpliu a prestação, que o inadimplemento decorreu de fortuito ou força maior ou, quando aplicável<sup>146</sup>, que falta o elemento culpa necessário a que se lhe atribua o dever de indenizar.

Frise-se que essa configuração do ônus probatório pode ser dinamicamente realocada pelo juiz (i) caso a produção da prova seja excessivamente penosa a uma das partes ou possa ser mais facilmente obtida por outra, nos termos do artigo 373, parágrafo 1º do Código de Processo Civil<sup>147</sup>; ou (ii) ante a constatação de hipossuficiência do consumidor e verossimilhança nas suas alegações (CDC, artigo 6º, inciso VIII), nos casos em que eventualmente se entenda aplicáveis à relação entre cotistas e prestadores de serviços essenciais as normas do Código de Defesa do Consumidor.

### 3.1.3 A delimitação do inadimplemento como absoluto ou relativo e a quantificação do dano

Como se viu no Capítulo 2 deste estudo e se depreende da letra do artigo 389 do Código Civil, o inadimplemento é apto a ensejar ao devedor inadimplente o dever de indenizar eventuais perdas e danos causados ao credor. Assim, a qualificação do inadimplemento como absoluto ou relativo, para o fim específico de perquirir a existência ou não de responsabilidade civil do agente que dá causa ao dano, não se mostra relevante.

Sem prejuízo disso, a qualificação (i) do inadimplemento relativo como aquele em que o resultado útil almejado pelas partes contratantes ainda pode ser alcançado, e (ii) do inadimplemento absoluto como aquele cuja gravidade torna impossível ou inútil a prestação devida ao credor indica que na hipótese deste

---

<sup>146</sup> “Tal presunção justifica-se tanto pelo fato de que o descumprimento constitui forte indício de que o devedor deixou de empregar a diligência devida, como pela facilidade com que este último poderia provar que houve adimplemento ou que fatos a si não imputáveis impossibilitaram o cumprimento do avençado.” (In: RENTERIA, Pablo. *Obrigações de meio e de resultado: análise crítica*. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 102)

<sup>147</sup> Sobre a realocação dinâmica do ônus da prova, Fredie Didier Jr., Paula Sarno Braga e Rafael Alexandria de Oliveira: “Visa-se ao equilíbrio das partes (art. 7º, CPC): o ônus da prova deve ficar com aquele que, no caso concreto, tem condições de suportá-lo”. (In: DIDIER JR., Fredie; BRAGA, Paula Sarno; OLIVEIRA, Rafael Alexandria de. *Curso de direito processual civil: teoria da prova, direito probatório, decisão precedente, coisa julgada e tutela provisória*. 13ª ed. Salvador: Editora JusPodivm, 2018, p. 143)

último o devedor pode amargar perdas e danos que não ocorreriam no caso do primeiro.

Cite-se, por exemplo, a hipótese, já cogitada no Capítulo 2 deste estudo, em que determinado inadimplemento pelo gestor de carteira acarrete a perda de sua autorização para o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários – que, nos termos do artigo 2º da Resolução CVM 21, “*é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM*”<sup>148</sup>. Haveria aí não só a perda da utilidade do contrato de prestação de serviços celebrado com o gestor em questão, não mais habilitado a prestar o contratado, mas também, em decorrência disso, prejuízos impostos à coletividade de cotistas relacionados à necessidade de ou selecionar e contratar outra pessoa apta ao serviço de gestão de carteira, ou de deliberar pela liquidação do fundo de investimento.

O exemplo acima ilustra algumas das perdas e danos que podem derivar da inutilização ou impossibilidade de o contrato celebrado atender aos interesses dos credores – quais sejam, no caso do contrato que disciplina a administração e gestão de carteira do fundo de investimento, os cotistas que, ao alocar parte do seu patrimônio no condomínio, esperam e confiam em que esse será administrado e gerido de forma diligente, leal e em conformidade com as normas legais e regulamentares aplicáveis ao instituto.

Inviabilizada a possibilidade ou a utilidade na prestação do contrato por determinado prestador essencial – como no exemplo acima de perda da autorização para praticar a atividade de administração de carteira de valores mobiliários –, prejuízos tendem a surgir aos cotistas que não ocorreriam na hipótese do descumprimento de obrigação que ainda permitissem a continuidade da atuação do prestador.

Daí a relevância em se distinguir, para o presente fim, os casos de inadimplemento relativo dos de inadimplemento absoluto. A título de exemplo, nesta última hipótese, necessitarão os cotistas ou destituir e substituir os prestadores essenciais, ou mesmo deliberar pela liquidação do fundo de investimento. Em ambos os casos, contudo, a administração do condomínio ou a gestão de sua carteira

---

<sup>148</sup> Resolução CVM 21, artigo 2º: “A administração de carteiras de valores mobiliários é atividade privativa de pessoa autorizada pela CVM. (...) § 1º O registro na categoria gestor de recursos autoriza a gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.”

poderão sofrer interrupções, com a consequente imposição de perdas aos cotistas que podem caracterizar danos imputáveis aos prestadores inadimplentes.

#### 3.1.4 A constatação de dolo ou culpa

Como se viu esparsamente nas seções acima, o regime de responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento se caracteriza ora pela necessidade de comprovação de culpa do prestador inadimplente para que se lhe impute o dever de indenizar determinado dano aos cotistas, ora pela prescindibilidade de tal elemento para que se os responsabilize por indenizar os investidores. É dizer: a responsabilidade civil contratual do administrador e do gestor de carteira perante os cotistas será por vezes subjetiva, baseada na constatação de culpa, e por vezes objetiva, passando ao largo do seu exame.

Em síntese dos aspectos já abordados ao longo deste estudo, são três os fatores que influenciam na alocação de determinado caso concreto nas avenidas subjetiva ou objetiva do regime de responsabilidade civil dos prestadores essenciais: (i) o caráter de meios ou de resultado da obrigação infringida, que, como se analisou acima, pode ensejar a responsabilização subjetiva naquele caso e subjetiva ou objetiva no último, a depender de suas particularidades; (ii) o enquadramento ou não do liame contratual em que se deu o inadimplemento como relação de consumo, regida, portanto, pelo Código de Defesa do Consumidor e pelo regime especial de responsabilidade objetiva ali disciplinado; e (iii) a existência de disciplina contratual no regulamento do condomínio relativa à fixação de parâmetros para responsabilização dos prestadores essenciais de acordo com as teorias subjetiva ou objetiva.

### 3.2 Os danos causados pelos prestadores de serviços essenciais

A análise específica do dano causado no âmbito da prestação de serviços essenciais ao fundo de investimento deve ser efetuada em dois planos. O primeiro, de natureza eminentemente teórica, diz respeito à definição de quem é a efetiva vítima do dano causado pelos prestadores essenciais – se o fundo de investimento, de natureza condominial e despido de personalidade jurídica, ou os titulares das cotas representativas do seu patrimônio. Já o segundo plano consiste na análise das

principais formas em que tal dano se manifesta concretamente. Ambos esses aspectos serão examinados nas subseções abaixo.

### 3.2.1 A vítima do dano: o fundo de investimento ou os cotistas?

Como já apontado ao longo do presente estudo, a natureza jurídica do fundo de investimento não se confunde com a natureza jurídica das sociedades. Sem prejuízo das semelhanças pontuais entre o funcionamento de ambos os veículos – a separação entre propriedade e gestão do capital alocado, o comando supremo sobre o seu funcionamento atribuído a assembleias de proprietários do capital com direito de voto proporcional ao capital detido (em regra), entre outros –, fato é que a definição do fundo de investimento como comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio de natureza especial (Código Civil, artigo 1.368-C) necessita ser levada em consideração na análise sobre se é o fundo ou o cotista que efetivamente sofre os danos causados pelos prestadores de serviços essenciais.

Examinada sob a perspectiva do dano, a discussão assume a roupagem de perquirir se o dano causado pelo inadimplemento dos prestadores essenciais aos cotistas é direto – ou seja, imediatamente atribuível a estes – ou indireto, com o atingimento imediato do fundo de investimento e apenas mediato aos titulares de cotas de emissão deste.

Pontes de Miranda tece a distinção entre o que define como dano imediato e dano mediato no sentido de que enquanto no primeiro há um vínculo direto entre o fato ofensivo e a mudança dele decorrente, no segundo o resultado danoso tarda a ocorrer, “(...) *por vezes sem se poder dizer, de início, até que ponto a pessoa será atingida ou o patrimônio será atingido*”<sup>149</sup>.

De modo conexo, Caio Mario da Silva Pereira, ao analisar o denominado dano reflexo, afirma que este será indenizável quando for “*certa a repercussão do*

---

<sup>149</sup> “Dano imediato é a mudança que imediatamente se opera nos bens que o fato ofensivo atingiu. Dano mediato é o dano que vem mais tarde, ou porque, como a perda da aptidão para o trabalho, a lesão influi permanentemente, ou repetidamente, ou porque só se manifestou, depois, no patrimônio do ofendido. O dano mediato não cessa à desapareição do fato que o causou, por vezes sem se poder dizer, de início, até que ponto a pessoa será atingida ou o patrimônio será atingido.” (In: MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado: parte especial*, 26. *Direito das obrigações: consequências do inadimplemento, exceções de contrato não adimplido, ou adimplido insatisfatoriamente, e de insegurança. Enriquecimento injustificado. Estipulação em favor de terceiro. Mudanças de circunstâncias. Compromisso*. Atual. Ruy Rosado de Aguiar Júnior e Nelson Nery Jr. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 94)

*dano principal, por atingir a pessoa que lhe sofra a repercussão, e esta seja devidamente comprovada”*<sup>150</sup>.

Exemplo ilustrativo da problemática enfrentada na presente seção – ainda que fundamentalmente distinto do constatado no contexto dos fundos de investimento – são os danos causados à sociedade anônima e à coletividade dos seus acionistas por conta de ato culposos, dolosos ou em violação da lei ou do estatuto social (Lei das S/A, art. 158) por parte dos seus administradores. Em uma tal hipótese, caso o ato praticado nessas circunstâncias pelo administrador provoque dano ao patrimônio da companhia – e, conseqüentemente, impacte negativamente o valor das ações detidas pelos acionistas e representativas do seu capital social –, estar-se-á diante de dano direto ou imediato à companhia, e indireto, ou mediato, aos seus acionistas.

Contribui fundamentalmente a esta conclusão o fato de a sociedade anônima ser, ela própria, pessoa jurídica e sujeito de direitos e deveres. Não à toa o artigo 159, caput da Lei das S/A atribuir a competência da própria companhia para ajuizar a denominada ação social *ut universi*, por meio da qual postulará indenização pelos danos que lhe causarem seus administradores – hipótese de legitimação ativa ordinária, em que coincidem a titular da pretensão material e a pessoa processualmente autorizada para pleitear judicialmente a sua tutela. Alternativamente, a lei societária faculta aos acionistas ajuizar eles próprios, em nome da companhia, a denominada ação *ut singuli*, nas hipóteses de (i) a ação *ut universi* não ser proposta dentro de três meses contados da aprovação para tanto pela assembleia geral (Lei das S/A, artigo 159, parágrafo 3º), e (ii) caso a assembleia delibere pela não propositura de ação *ut universi*, caso em que apenas poderá mover a ação *ut singuli* o acionista, ou acionistas, detentor de pelo menos 5% (cinco por cento) do capital social da companhia substituída processualmente (Lei das S/A, artigo 159, § 4º)<sup>151</sup>.

---

<sup>150</sup> PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Responsabilidade Civil*. Atual. Gustavo Tepedino. 11ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 62.

<sup>151</sup> A respeito das ações sociais *ut universi* e *ut singuli*, Nelson Eizirik: “Quando o administrador causa danos à companhia, pode ela mover-lhe ação de responsabilidade civil, com vistas à recomposição de seu patrimônio. Trata-se de ação social, uma vez que objetiva preservar o interesse social e é a companhia a beneficiária de seu resultado. Está legitimada a movê-la a própria companhia, por si, quando é chamada ação social *ut universi*, ou por intermédio de seus acionistas, quando é denominada ação social *ut singuli*”. (In: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 182-183)

Há, ainda, no artigo 159 da Lei das S/A terceira hipótese de autorização legal a que os acionistas movam ação indenizatória contra os administradores da companhia – desta vez, contudo, exemplo de legitimação ativa ordinária, em que poderão pleitear indenização por dano causado pelo administrador faltoso diretamente ao acionista autor, e não por meio de prejuízo provocado à companhia.

O escalonamento previsto na lei societária quanto à legitimação para propositura de pleito indenizatório pela companhia – ora *sponte propria*, ora substituída processualmente por seus acionistas – evidencia diferenças fundamentais entre o regime legal das sociedades anônimas e a disciplina legal e regulatória dos fundos de investimento. Este último, repise-se, é entidade de natureza condominial, carente não só de personalidade jurídica, mas também da subjetividade que lhe possibilite figurar como sujeito de direitos e deveres.

Contribui a esta constatação não só confirmação da natureza condominial do fundo de investimento pelos artigos 1.368-C do Código Civil e 4º da Resolução CVM 175, mas previsões como as do já analisado artigo 106 desta, quando comanda (i) que os prestadores essenciais devem atuar de forma leal para com os interesses “(...) *dos cotistas, do fundo e de suas classes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida (...)*”; e (ii) que estes empreguem a diligência demandada pelas circunstâncias na defesa dos direitos do cotista, mediante adoção das medidas judiciais, extrajudiciais e arbitrais cabíveis.

Ora, fosse a intenção do legislador e do regulador fixar o fundo de investimento como sujeito de direitos e deveres, por que não lhe atribuir personalidade jurídica tal qual aquela de que se revestem as sociedades? Mais ainda: por que prever o regulador deveres devidos pelos prestadores essenciais diretamente aos cotistas, inclusive com a clara e expressa afirmação da existência, entre ambos os agentes, de relação fiduciária merecedora de tutela pela normativa da CVM?

A conclusão parece ser fruto de uma efetiva distinção entre a natureza jurídica dos fundos de investimento e aquela das sociedades. Isso porque enquanto estas últimas, sujeitas de direito que são, possuem a capacidade jurídica de sofrer danos causados diretamente por seus administradores – cujas repercussões sobre as ações ou quotas representativas do seu capital social, a seu turno, configuram dano mediato aos seus acionistas ou quotistas, conforme o caso –, o fundo de investimento é condomínio, de modo que o dano causado pelo adimplemento

contratual de seus prestadores essenciais afeta, primeira e diretamente, a esfera jurídica dos seus cotistas, credores de direitos frente ao administrador e ao gestor de carteira não só por consequência hermenêutica do texto legal, mas pela letra expressa da norma regulatória aplicável à espécie<sup>152</sup>.

Daí a se constatar que, conforme os substratos fornecidos pela disciplina legal e regulatória dos fundos de investimento, os danos causados pelo prestador essencial inadimplente hão de ser concebidos como causados diretamente ao cotista.

### 3.2.2 Os principais exemplos de dano ao cotista

Como analisado na Seção 3.1 acima, a constatação da ocorrência e o exame das particularidades do inadimplemento de deveres atribuídos ao prestador de serviços essenciais ao fundo de investimento pode ser vista como a etapa mais relevante no exame da responsabilidade civil destes agentes por danos causados aos cotistas. Não só porque indica a atuação do administrador e/ou do gestor de carteira em suas respectivas esferas de competência com níveis de cuidado aquém dos esperados e exigidos pela lei e pela regulação vigentes, mas também por permitir iniciar a análise de quais danos podem ser associados ao inadimplemento de deveres distintos atribuídos aos prestadores essenciais.

Há, assim, interrelação relevante entre o inadimplemento constatado por parte dos prestadores essenciais e os danos aos cotistas que se tenta imputar à conduta daqueles. Feita essa análise, nos termos indicados na Seção 3.1 acima, torna-se necessário examinar as particularidades do dano amargado pelos condôminos. Estas serão analisadas a seguir, a partir das hipóteses de danos reputadas como de mais frequente ocorrência na prática, a saber: (i) a perda de valor da cota e/ou dos bens e direitos a ela subjacentes, integrantes da carteira de

---

<sup>152</sup> A constatação vai ao encontro da doutrina de Aline Miranda Valverde Terra, que, a respeito da posição ocupada pelo cotista *vis-à-vis* o fundo de investimento, observa: “Como titulares de uma parcela da universalidade, os efeitos oriundos da elasticidade do seu conteúdo são atribuídos aos cotistas, que suportam as perdas decorrentes da sua redução e/ou desvalorização, assim como auferem os benefícios provenientes do seu aumento e/ou valorização. Dito de outro modo: os riscos da atividade desenvolvida regularmente pela administradora na realização da finalidade do fundo são suportados exclusivamente pelos cotistas.” (In: TERRA, Aline Miranda Valverde. Na pauta do STJ: penhora de cotas de fundo de investimento. *AGIRE | Direito Privado em Ação*. Disponível em <#55. Na pauta do STJ: penhora de cotas de fundo de investimento (substack.com)>. Acesso em 31.01.2024)



investimentos do fundo; (ii) a diminuição, interrupção ou perda por completo dos rendimentos pagos pelo fundo aos seus cotistas; e (iii) a redução da liquidez da cota, seja na hipótese de fundos abertos ou fechados.

### 3.2.2.1 Perda de valor da cota e/ou dos bens e direitos da carteira do fundo

A forma mais comumente associada à manifestação de um dano ao cotista de um fundo de investimento é a perda de valor da cota. Esse título, por ser representativo de fração do patrimônio do condomínio, tem sua precificação afetada proporcionalmente pelas oscilações positivas ou negativas dos bens e direitos componentes da carteira de investimento.

Vale frisar, aqui, as dinâmicas distintas de precificação das cotas de classe aberta e de classe fechada. Em ambos os casos, conforme preceitua o artigo 14, parágrafo 1º da Resolução CVM 175<sup>153</sup>, o valor da cota é resultante da divisão do patrimônio líquido pelo número de cotas respectivo a uma determinada classe. Contudo, diversamente das cotas de classe aberta, cuja titularidade em regra<sup>154</sup> não pode ser cedida, as cotas de classe fechada, que não admitem ser resgatadas, têm na alienação em mercado secundário a principal forma de o cotista se desfazer das suas posições<sup>155-156</sup>. Em função disso, o preço de mercado, pelo qual o cotista compra e

---

<sup>153</sup> Resolução CVM 175, artigo 14, parágrafo 1º: “O valor da cota resulta da divisão do valor do patrimônio líquido da respectiva classe pelo número de cotas da mesma classe.”

<sup>154</sup> Resolução CVM 175, artigo 16: “A cota de classe aberta não pode ser objeto de cessão ou transferência de titularidade, exceto nos casos de: I – decisão judicial ou arbitral; II – operações de cessão fiduciária; III – execução de garantia; IV – sucessão universal; V – dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; VI – transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência; VII – integralização de participações acionárias em companhias ou no capital social de sociedades limitadas; VIII – integralização de cotas de outras classes, passando assim à propriedade da classe cujas cotas foram integralizadas; e IX – resgate ou amortização de cotas em cotas de outras classes, passando assim essas últimas cotas à propriedade do investidor cujas cotas foram resgatadas ou amortizadas.”

<sup>155</sup> “Nos fundos fechados, entretanto, essa dinâmica é bem distinta. Nestes, não se admite o resgate das cotas, de forma que o principal meio de “saída” dos investidores se opera mediante transferência das cotas a outra pessoa, pela formalização de termo de cessão ou negociação de cotas em mercado organizado (caso admitidas).” (In: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 50)

<sup>156</sup> Luis Felipe Maia, Leandro Issaka e Caio Watanabe Rocha de Mello, em análise do fundo de investimento imobiliário, fornecem exemplo pertinente sobre a dinâmica de negociação das cotas de um fundo fechado no mercado secundário: “O cotista poderá efetuar a venda de sua cota por meio de oferta colocada no sistema dos mercados organizados e quando encontrar uma oferta de compra compatível com o valor pedido, a transação é efetuada. Tais operações serão realizadas através de instituições autorizadas, via Home Broker ou via mesa de operações de intermediários”. (In: MAIA,

vende suas cotas, também pode sofrer oscilações, motivadas por fatores endógenos ou exógenos à administração e gestão do fundo de investimento.

Sob a perspectiva do valor patrimonial das cotas (isto é, sem considerar as oscilações de mercado secundário aplicáveis às classes de cotas fechadas), se o fundo é bem-sucedido em seus investimentos, sobre os valores nele aportados, e, conseqüentemente, sobre as suas tende a haver uma conseqüente valorização, o que traduz ganho econômico ao cotista. Por outro lado, malsucedidas as alocações (o que, vale lembrar, não pressupõe conduta inadimplente do gestor), a carteira do fundo e as cotas tendem a ser negativamente afetadas, com conseqüente prejuízo ao cotista.

E, decorrente tal desvalorização dos bens e direitos do condomínio e, por conseqüente, das cotas deste representativas de inadimplemento de qualquer dos prestadores de serviços essenciais, é possível que a estes se impute o dever de indenizar os danos amargados pelos cotistas.

A oscilação negativa do valor da cota oriunda de perda experimentada pelos bens e direitos componentes da carteira de investimento do condomínio é uma hipótese aplicável tanto aos fundos com classe aberta de cotas, cujos recursos aportados pelo cotista podem ser recuperados mediante resgate das cotas<sup>157</sup>, como às classes fechadas de cotas, em que, inadmitido o resgate, cabe ao cotista apenas alienar sua posição dentro ou fora de mercado organizado de valores mobiliários.

Merece, contudo, análise pormenorizada a suscetibilidade, no caso dos fundos de investimento fechado – particularmente com cotas negociadas em mercados de bolsa ou de balcão –, de o valor das cotas ser prejudicado não pela desvalorização dos ativos integrantes da carteira do fundo, mas pela mudança da opinião do público investidor a respeito do valor da cota por força de um evento negativo que chegue ao conhecimento dos compradores e vendedores no mercado de capitais.

---

Luis Felipe; ISSAKA, Leandro; MELLO, Caio Watanabe Rocha de. Fundos de Investimento Imobiliário. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coords.). Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 269)

<sup>157</sup> “Com efeito, no regime aberto, o cotista pode a qualquer tempo emitir ordem ao administrador requerendo o resgate de suas cotas. O resgate consiste em “um direito potestativo do cotista e uma obrigação do administrador do fundo. Basta que o cotista solicite o resgate que o administrador estará obrigado a efetivá-lo e pagar o valor correspondente às cotas resgatadas nos prazos regulamentares.” (In: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 49)

Particularmente no caso dos fundos de investimento de categoria fechada cujas cotas são admitidas à negociação em mercado de bolsa ou de balcão, a cotação desses valores mobiliários, em qualquer dado momento, pode ser afetada não só pelo desempenho dos ativos que lhes são subjacentes, mas também pela percepção dos investidores que produzem as forças de oferta e demanda por qualquer ativo comprado e vendido nesses ambientes.

É dizer: no caso dos fundos de investimento, as reações desses agentes participantes do mercado de valores mobiliários a determinados fatos relevantes podem afetar positiva ou negativamente as forças de oferta e demanda pelas cotas representativas do seu patrimônio. Oscilações total ou parcialmente causadas por esse tipo de dinâmica, própria do ambiente bursátil, pode agravar ou atenuar a queda do valor de mercado da cota motivada por prejuízos nos ativos subjacentes.

Pode-se, por exemplo, conceber situação em que a só notícia de descumprimento dos deveres de diligência ou de lealdade capaz de ter causado prejuízos ao fundo – sem que sequer se tenha iniciado o processo judicial ou arbitral necessário à apuração e julgamento a respeito da ocorrência de tais violações e dos danos dela decorrentes – repercuta no mercado a ponto de desvalorizar sobremaneira os preços pelos quais determinada cota é comprada e vendida.

Surge, nesse contexto, questão relevante e delicada, que deve ser endereçada pelo presente estudo: até que ponto as oscilações negativas no preço de mercado das cotas, quando decorrentes do inadimplemento das obrigações atribuídas aos prestadores de serviços essenciais, podem ser consideradas no dano a ser indenizados por estes aos cotistas?

A complexidade da questão advém de que se, por um lado, a desvalorização do preço das cotas de um fundo prejudicado por inadimplemento dos prestadores essenciais é uma consequência esperada e componente do dano amargado pelos cotistas, ao mesmo tempo é sabido que o mercado é propenso a reações intensas e desproporcionais, de modo que é irrazoável e exorbitante do nexos sinalagmático entre cotistas e prestadores essenciais tornar estes últimos integralmente responsáveis pela euforia do mercado de valores mobiliários.

Mais ainda. Ao longo do período entre a notificação de fato relevante adverso ensejador de prejuízo ao fundo e decorrente desvalorização da cota, cotistas poderão se desfazer de suas cotas em momentos distintos da curva de redução e recuperação do preço do ativo negociado em bolsa ou em balcão.

Um critério adequado para a fixação do percentual da oscilação negativa das cotas passível de se qualificar como dano emergente parece passar, em qualquer caso, por um exame de causalidade (a ser pormenorizadamente analisado a seguir), no sentido de que ao prestador essencial inadimplente se há de imputar apenas os danos oriundos de desvalorização do valor de mercado das cotas diretamente causados por seus atos.

### 3.2.2.2 Perda de rendimentos da cota

A segunda forma em que o dano aos cotistas se manifesta — com particular relevância em veículos com ênfase nessa espécie de retorno, como os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegócio (Fiagro)<sup>158</sup> — é a redução, total ou parcial, dos proventos pagos eventual ou periodicamente pelo fundo de investimento em decorrência de conduta inadimplente do administrador e/ou do gestor de carteira.

Trata-se de hipótese de lucro cessante passível de qualificar-se como dano indenizável nos termos do artigo 389 do Código Civil. Para que se possa imputá-lo ao prestador essencial inadimplente, contudo, é necessário examinar se os rendimentos que seriam pagos pelo fundo aos cotistas caso o evento danoso não tivesse ocorrido apresentavam razoável probabilidade de concretização. Como apontam Aline de Miranda Valverde Terra, Gustavo Tepedino e Gisela Sampaio da Cruz Guedes, “[a] reparação dos lucros cessantes impõe que o intérprete reconstrua toda a sequência dos acontecimentos, com base em juízo de probabilidade, a fim de verificar qual teria sido a evolução patrimonial provável do prejudicado”<sup>159</sup> — no caso, qual teria sido a evolução patrimonial esperada dos cotistas.

Em sentido semelhante já se posicionou a Terceira Turma do STJ no REsp nº 1.553.790/PE, a respeito da necessidade de se comprovar probabilidade concreta do ganho que seria auferido pela vítima do evento danoso. Nos termos do

---

<sup>158</sup> A ênfase na distribuição de rendimentos fica evidente no artigo 10 da Lei 8.668, que, a respeito do fundo de investimento imobiliário, fixa, em seu parágrafo único, que “[o] fundo deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.”

<sup>159</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 32.

voto de relatoria do Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, norteador do entendimento unânime do colegiado,

“Isso porque para a configuração dos lucros cessantes, não basta a simples possibilidade de realização do lucro, mas, sim, uma probabilidade objetiva e circunstâncias concretas de que estes teriam se verificado sem a interferência do evento danoso, e não, repita-se, mera possibilidade.” (destacou-se)<sup>160</sup>

Ante os entendimentos sobre o tema, um exemplo ilustrativo de lucro cessante se tem com os fundos de investimento imobiliário que alocam os recursos aportados na aquisição de bens imóveis para venda ou aluguel. No caso de o inadimplemento por um prestador essencial acarretar a redução, por um dado período, de alugueres pagos mensalmente ao administrador, na qualidade de proprietário fiduciário dos bens do fundo<sup>161</sup>, tal redução do rendimento certamente caracterizar-se-á como provável a ponto de satisfazer o exame de razoabilidade necessário à qualificação dessa perda como lucro cessante passível de indenização.

Conceba-se por hipótese, alternativamente, perda decorrente da alienação de bem imóvel componente da carteira do fundo cuja realização era incerta, sem antecedente semelhante e dependente de outros fatores além da conduta do prestador essencial, à época da ocorrência do fato a que se tenta imputar como consequência o lucro cessante. Em um tal caso, então, é possível, senão provável,

---

<sup>160</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *REsp n. 1.553.790/PE*, relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 25/10/2016, DJe de 9/11/2016. Ementa: “RECURSO ESPECIAL. REPARAÇÃO CIVIL. LIQUIDAÇÃO DE SENTENÇA. LUCROS CESSANTES. DELIMITAÇÃO. TERMO FINAL. POSTULADO DE RAZOABILIDADE. ART. 402 DO CÓDIGO CIVIL. EXPERIÊNCIA PRETÉRITA SOMADA ÀS CIRCUNSTÂNCIAS CONCRETAS. EFEITO DIRETO E IMEDIATO DO DANO. BASE DE CÁLCULO. LUCRO LÍQUIDO. (...) 3. A configuração dos lucros cessantes exige mais do que a simples possibilidade de realização do lucro, requer probabilidade objetiva e circunstâncias concretas de que estes teriam se verificado sem a interferência do evento danoso. 4. O postulado da razoabilidade, extraído do art. 402 do Código Civil, impõe a consideração da regular performance da empresa para os fins de análise da extensão dos lucros cessantes, porém a necessária observação da experiência pretérita, por si só, não é suficiente para ensejar a reparação dos lucros cessantes, especialmente considerando-se as peculiaridades da presente demanda em que o ato ilícito foi somente um dos diversos fatores que levaram o negócio à falência. 5. A mensuração dos lucros impõe a observância do disposto no art. 403 do CC, que estabelece, como regra inflexível, que o devedor só responde pelos danos diretos e imediatos. (...) 8. Recurso especial provido.”

<sup>161</sup> “Há uma característica estrutural que diferencia os FII das demais categorias de fundos: os bens por eles adquiridos são registrados em nome do administrador, em caráter fiduciário (e não em nome da coletividade de cotistas, como ocorre nos demais fundos). Contudo, não se comunicam com o patrimônio do administrador, não respondendo por qualquer obrigação deste.” (In: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 55)

que o ganho esperado pelos cotistas, à época do fato que supostamente frustrou sua conclusão, não se revista da probabilidade necessária à sua caracterização como lucro cessante – e, portanto, não atenda ao exame de razoabilidade necessário à sua imputação como dano a ser indenizado aos cotistas pelo prestador essencial faltoso<sup>162</sup>.

Cumprе ressaltar, por fim, que o dano passível de caracterização como lucro cessante não necessariamente enquadrar-se-á na categoria contábil de lucro, nem tampouco precisa cessar no sentido de dizer respeito a um fluxo de recursos já existente. Como bem reconhece Renata Steiner, “(...) a indenização por eles prestada pode não se confundir com o conteúdo contábil de lucro, assim como assim como pode representar o pagamento de uma vantagem não existente preteritamente e, portanto, que não cessou em sentido técnico”<sup>163</sup>.

Aplicado o racional acima à responsabilidade civil do prestador essencial perante o cotista, significa dizer que poderão se imputar àquele, a título de lucros cessantes, perdas de fluxos que o fundo de investimento não necessariamente contabilizaria como lucro, assim como que não antecedam o evento danoso.

### 3.2.2.3 Restrições à liquidez das cotas de classe aberta

Uma terceira hipótese de dano, específica aos fundos de investimento aberto (ou aos fundos de investimento com classe aberta), são aqueles decorrentes de falha na gestão de liquidez de suas cotas<sup>164</sup>.

---

<sup>162</sup> A respeito do exame necessário à constatação de lucros cessantes pelos tribunais brasileiros, Anderson Schreiber constata: “Nossos tribunais têm sido restritivos no exame dos lucros cessantes, negando sua reparação sempre que não for possível atestar, com suficiente segurança, que aqueles ganhos ocorreriam. Em geral, somente se concede indenização por lucros cessantes quando dados pretéritos permitem demonstrar que, historicamente, os ganhos se verificaram, não havendo razão objetiva para se acreditar que não se verificariam novamente”. (In: SCHREIBER, Anderson. *Manual de Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 623)

<sup>163</sup> STEINER, Renata C. *Reparação de Danos: Interesse Positivo e Interesse Negativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 197.

<sup>164</sup> Sobre a diferença geral da liquidez das cotas em fundos de investimento aberto e fechado, Fernando Schwarz Gaggini: “Isso porque, podemos encontrar os fundos “abertos” e os fundos “fechados”. Em matéria de liquidez, os fundos abertos se mostram como mecanismos que facilitam ao extremo o resgate de recursos pelos cotistas. Essa lógica se justifica pois, nesse caso, as cotas não são revendidas em mercado, mas as negociações são diretamente entre fundo e cotista, tanto para realização do investimento quanto do resgate (que pode ocorrer a qualquer tempo, observadas as disposições constantes do regulamento). Em razão disso, nesses casos tais fundos abertos possuem um capital instável, eis que entrada se saídas de recursos são ocorrências constantes e reiteradas.” (In: GAGGINI, Fernando Schwarz. A trajetória dos fundos de investimento no Brasil e a respectiva evolução regulamentar. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Orgs.). *Atualidades em*

Em análise da liquidez no mercado de valores mobiliário brasileiro, Thiago Tannous a conceitua como a “*possibilidade de se negociar grandes quantidades de um ativo rapidamente, sem causar impactos relevantes sobre o seu preço, com baixos custos de negociação*”<sup>165</sup>. No caso de cotas integrantes de classes abertas em fundos de investimento, a liquidez se traduz na possibilidade de o cotista, dentro do prazo fixado no regulamento, solicitar o resgate de suas cotas, que serão canceladas, com a transferência da fração de recursos do fundo por elas representada ao investidor.

A liquidez das cotas de classe aberta é resguardada pela regulação da CVM mediante a imposição, aos prestadores essenciais, dentro de suas respectivas esferas de atuação, de “*adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira de ativos seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e II – o cumprimento das obrigações da classe de cotas*” (Resolução CVM 175, artigo 92).

O desenquadramento dos parâmetros de liquidez de uma classe aberta de cotas decorrente do inadimplemento dos supracitados deveres pelos prestadores essenciais pode dar azo a danos distintos, quais sejam, (i) lucros cessantes associados à restrição indevidamente imposta ao cotista que tenta efetuar o resgate de suas cotas de dispor do capital aportado no condomínio dentro do prazo estipulado pelo regulamento do fundo; e (ii) danos emergentes em função da possibilidade, senão probabilidade, de que para fazer frente às obrigações do fundo o prestador essencial encarregado necessite alienar ativos da carteira de investimento com um desconto sobre o seu real valor de mercado.

### **3.3 A verificação do nexo causal entre inadimplemento e dano**

Inobstante seja a responsabilidade civil dos prestadores essenciais perante os cotistas de natureza contratual, fundado no relacionamento negocial prévio aperfeiçoado no regulamento do fundo e disciplinado, também, pelas normas legais e regulatórias aplicáveis, o exame de eventual dever de os primeiros indenizar danos

---

*Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 4)

<sup>165</sup> TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 209.

causados aos segundos demanda exame minucioso acerca do nexos causal entre a conduta inadimplente e o suposto resultado danoso.

Há, contudo, algumas particularidades da dinâmica dos fundos de investimento que demandam análise pormenorizada. Está far-se-á, na presente seção, à luz (i) da teoria do dano direto e imediato, adotada como regra geral no ordenando-te brasileiro; e (ii) da teoria da causalidade adequada, empregada em casos excepcionais.

### 3.3.1 O artigo 403 do Código Civil e a teoria do dano direto e imediato

A teoria do dano direto e imediato, ou da interrupção do nexos de causalidade, exige, para a configuração do nexos causal entre ilícito e resultado danoso, a comprovação de que o primeiro foi causa necessária e determinante à concretização deste último<sup>166</sup>. Trata-se da teoria adotada pelo artigo 403 do Código Civil<sup>167</sup>, segundo o qual “[a]inda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual”.

A respeito da aplicação da teoria do dano direto e imediato em casos concretos – inclusive naqueles em que mais de uma causa pode ter contribuído à ocorrência do resultado danoso –, o Min. Paulo de Tarso Sanseverino, em seu voto de relatoria no REsp nº 1.718.564/SP, coloca:

“O ponto nuclear da teoria reside na fixação da noção de “causalidade necessária” ou de “necessariedade da causa”, o que é particularmente relevante nos processos causais complexos em que concorram mais de uma série de causas. O curso normal do nexos causal é desviado pelo surgimento de um novo fator, que acaba conduzindo para o resultado lesivo, sendo essa circunstância qualificada como “causa estranha”, rompendo o “liame de necessariedade entre a causa e o efeito”. ”<sup>168</sup>

---

<sup>166</sup> TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 89.

<sup>167</sup> TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República – Volume I*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 736.

<sup>168</sup> SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. REsp n. 1.718.564/SP, relator Ministro Paulo de Tarso Sanseverino, Terceira Turma, julgado em 23/6/2020, DJe de 26/8/2020, p. 33. Ementa: “RECURSO ESPECIAL. DIREITO CIVIL E PROCESSUAL CIVIL. RESPONSABILIDADE CIVIL.. ALEGAÇÃO DA FALSIDADE DE DOCUMENTO APRESENTADO PELO DEMANDADO PERANTE A COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS (CVM). DANOS MORAIS E



Como se depreende do trecho ressaltado do voto do Ministro, o rigor da teoria do dano direto e imediato em considerar como causa apenas o evento necessário e determinante à ocorrência do resultado danoso faz dela ferramenta importante na investigação causal do evento gerador do dano em situações jurídicas complexas, nas quais mais de um fato pode ter contribuído à causação do resultado danoso.

Essa característica é particularmente bem-vinda no contexto da apuração da responsabilidade contratual dos prestadores essenciais por danos causados aos cotistas, em função de esses prejuízos, no contexto do funcionamento dos fundos de investimento, poder ser oriundos de um sem-número de causas, muitas delas alheias a qualquer comportamento inadimplente que se possa atribuir aos prestadores de serviços essenciais.

Cite-se, por exemplo, situação em que determinado inadimplemento relativo à gestão da carteira de fundo de investimento em ações de um dado setor da economia ocorre em momento de crise crescente no referido setor – de modo a causar desvalorização das referidas ações, e, por estas compor a carteira de ativos do fundo, também das cotas representativas do seu patrimônio. Em um tal cenário, é de suma relevância à correta aplicação do regime de responsabilidade civil dos prestadores essenciais apurar qual extensão do prejuízo amargado pelos cotistas decorre direta e imediatamente do inadimplemento do prestador essencial, a fim de que se evite a responsabilização deste pela desvalorização da cota atrelada a variáveis alheias ao seu controle.

Tem-se, portanto, que o recurso à teoria do dano direto e imediato como pedra de toque do exame causal entre inadimplemento do prestador essencial e dano ao cotista é a forma mais adequada de se averiguar a responsabilidade dos primeiros pela indenização aos segundos, sobretudo considerada a complexa dinâmica de funcionamento dos fundos de investimento.

### 3.3.2 O campo de aplicação da causalidade adequada e do nexa causal presumido

A constatação do nexa causal pela teoria do dano direto e imediato demanda prova de que o evento a que se atribui o resultado danoso foi necessário e determinante à sua ocorrência. Isso, a toda evidência, impõe à parte que arca com o ônus de provar o seu direito carga probatória elevada e, não raro, de difícil produção.

O que fazer, então, quando o cotista autor de ação indenizatória não dispõe de acesso às provas necessárias para provar o liame causal entre o dano amargado e a conduta inadimplente do administrador e/ou do gestor de carteira? Nos termos do artigo 373, parágrafo 1º do Código de Processo Civil, já analisado no capítulo anterior deste estudo, uma alternativa de aplicação possível (senão provável) é a inversão do ônus da prova em desfavor dos prestadores essenciais réus, que deverão provar, com relação ao debate da causalidade, que o prejuízo experimentado pelos investidores não é consequência do inadimplemento atribuído àqueles.

Com efeito, tal inversão do ônus da prova equivale ao estabelecimento de presunção relativa de que o dano aos cotistas decorreu do inadimplemento dos prestadores essenciais – os quais, diante disso, deverão fazer prova em sentido contrário a fim de desconstituir o quanto presumido pelo juiz. Trata-se, evidentemente, de hipótese de absoluta exceção, a ser aplicada somente mediante constatação (i) da impossibilidade ou dificuldade excessiva de o autor fazer prova do liame causal, ou (ii) da maior facilidade de o réu fazer prova da inaplicabilidade do quanto alegado pelo autor.

São de particular utilidade, para orientar eventual decisão judicial pela inversão do ônus da prova relativamente à discussão sobre se o inadimplemento dos prestadores essenciais do fundo de investimento acarretou o dano sofrido pelos seus cotistas, os critérios propostos por Caitlin Mulholland referentes à presunção do nexa de causalidade. Em estudo específico sobre o tema, em que a autora aponta a possibilidade de, em determinados casos, aferir-se a relação de causalidade entre ato de um agente e dano à vítima mediante um juízo probabilístico, duas das ferramentas colocadas para tal exame em situações de dificuldade de prova consistem (i) na probabilidade estatística, calcada no exame de amostra relevante de casos equiparados àquele em exame para verificar se, quantitativamente,

observa-se o dano narrado pelo autor como consequência do ato supostamente gerador do dano atribuído ao agente-réu<sup>169</sup>; e (ii) na probabilidade lógica, pela qual, nos casos em que inexistente tal referência amostral apta a embasar um estudo estatístico, o nexo causal provável é verificado a partir de “*critérios lógicos e indutivos*”<sup>170</sup> a ser empregados pelo juiz.

No contexto específico dos pleitos indenizatórios de cotistas contra prestadores essenciais, pode-se afirmar a utilidade das supracitadas ferramentas analíticas em casos nos quais, a título de hipótese, parte da conduta inadimplente destes últimos diga respeito a falhas – dolosas ou não – na elaboração dos demonstrativos financeiros e divulgação de outros fatos relevantes a respeito do estado e do desempenho do fundo de investimento. Ora, se o cotista comprova o dano amargado e a conduta inadimplente, por exemplo, do administrador do fundo, não parece merecedora de tutela do ordenamento jurídico a noção de que o cotista não poderá ver-se indenizado porque o réu não elaborou os relatórios contábeis aptos a reproduzir de forma verídica a situação financeira por tudo – e que, no presente caso hipotético, configurariam prova útil (senão fundamental) do pleito indenizatório.

Parece, assim, razoável que o juiz, em se deparando com essa situação e fundado no artigo 373, parágrafo 1º do Código de Processo Civil, se valha, excepcionalmente, do juízo probabilístico de que os cotistas sofrem danos em casos semelhantes de negligência contábil em fundos de investimento para inverter em benefício das vítimas o ônus da prova. Firmar-se-á, assim, em tal contexto de excepcionalidade, presunção que – frise-se –, por ser relativa, poderá ser desconstituída mediante prova suficiente em sentido contrário produzida pelos réus.

---

<sup>169</sup> “Na responsabilidade estatística, a utilização da presunção para o estabelecimento de uma causalidade provável será admitida, contanto que seja possível ao magistrado ter acesso a dados científicos suficientes para que possa, através de uma investigação estatística, provar que determinado dano é, dentro de uma série de eventos semelhantes, estatisticamente provável e, portanto, decorrência específica esperada – ainda que não certa e exclusiva – de determinada atividade ou conduta.” (In: MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção do nexo causal*. Rio de Janeiro: GZ. Ed., 2010, p. 300)

<sup>170</sup> MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção do nexo causal*. Rio de Janeiro: GZ. Ed., 2010, p. 306.

### 3.4 Definição das vítimas e legitimação ativa para o pleito indenizatório

A constatação e definição dos contornos do inadimplemento, dano e do liame causal entre os dois primeiros é suficiente à imputação, aos prestadores essenciais responsáveis, do dever de indenizar danos causados aos cotistas. Há, contudo, um cuidado adicional a ser tomado pelo intérprete da lei, que perpassa todas as etapas do procedimento analítico delineado até o momento e assume uma faceta material e outra processual: a definição dos cotistas que efetivamente se pode qualificar como vítimas do dano provocado pelo administrador e/ou pelo gestor de carteira.

O aspecto material, para os fins do presente estudo, diz respeito à necessidade de se considerar que tanto a obrigação inadimplida como o dano amargado (e, por consequência lógica, o nexo causal entre ambos) poderão dizer respeito à totalidade dos cotistas do fundo, bem como a apenas uma ou mais das classes e subclasses de cotas em que o veículo é dividido. Já o aspecto processual diz respeito à legitimidade ativa desses cotistas afetados (e de terceiros, em casos excepcionais de legitimação extraordinária) para postular em foro judicial ou arbitral o pagamento de indenização pelos danos provocados pela conduta inadimplente dos prestadores essenciais.

Ambas essas questões serão objeto de análise específica nas subseções a seguir.

#### 3.4.1 A definição dos cotistas afetados pelo inadimplemento dos prestadores essenciais

Com a entrada em vigor da Resolução CVM 175, um único fundo de investimento pode ser subdividido diferentes classes e subclasses, cada uma com diferentes perfis de estrutura jurídica (e.g. classes de cotas abertas e fechadas), público-alvo (e.g. classes destinadas a investidores qualificados e profissionais (denominadas restritas<sup>171</sup>) ou ao público em geral), bem como com funções distintas, como as classes previdenciárias. Essas distinções podem, assim, resultar

---

<sup>171</sup> Resolução CVM 175, artigo 111: “Considera-se “Restrita” a classe ou subclasse exclusivamente destinada a aplicação de recursos de investidores qualificados e profissionais.”

na aplicabilidade de normas específicas da regulação da CVM, bem como de disposições específicas no regulamento inaplicáveis às demais.

Sucedee, então, que os cotistas de uma determinada classe que são, ainda, credores de obrigações específicas devidas pelos prestadores essenciais podem experimentar danos decorrentes do inadimplemento de tais obrigações que podem não se aplicar a cotistas de outras classes. É necessário, assim, que o juiz deparado com um pleito indenizatório fundado no inadimplemento de deveres dos prestadores essenciais perante os cotistas realize o esforço analítico de delimitar estes últimos considerando (i) na análise do inadimplemento, a que cotistas a obrigação violada era devida e quais os cotistas efetivamente lesados pelo seu descumprimento; e (ii) com relação ao dano, como ele impacta os cotistas das diferentes classes afetadas (conceba-se, por exemplo, o descumprimento do dever de diligência em função referente a classe restrita que também provoca queda no valor das cotas de classe aberta ao público no mercado secundário).

Trata-se, com efeito, da delimitação das vítimas do inadimplemento causador de danos pelos prestadores essenciais, bem como dos prejuízos específicos sofridos por cada uma, de nível adicional de complexidade no exame que deve ser empreendido pelo intérprete quando apresentado pleito de indenização a um ou mais cotistas.

### 3.4.2 A legitimação ativa para a propositura de ação indenizatória

Uma última – porém não menos desafiadora – questão atinente à tutela dos cotistas por danos causados pelos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento diz respeito à delimitação das hipóteses de legitimidade ativa *ad causam* para a propositura da ação indenizatória. Estas serão examinadas pormenorizadamente na presente seção.

Liebman conceitua a legitimidade *ad causam* como “a titularidade ativa e passiva da ação”<sup>172</sup>. No caso da legitimidade ativa, o autor aponta que o pleito da

---

<sup>172</sup> LIEBMAN, Enrico Tullio. *Manual de Direito Processual Civil*, vol. 1. Trad. e notas de Cândido Rangel Dinamarco. 3ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2005, p. 208.

tutela jurisdicional cabe àquele que a requer no âmbito de relação jurídica que admita pretensão da sua parte<sup>173</sup>.

Ao encontro da doutrina de Liebman, Sergio Bermudes define a legitimidade ativa como a “(...) *situação subjetiva que ponha alguém na posição de formular um certo pedido (...)*”<sup>174</sup>. Trata-se, com efeito, de condição da ação, intimamente ligada ao interesse de agir<sup>175</sup>, e cuja ausência faz carecer o direito de ação do autor, com a conseguinte extinção do processo instaurado sem a resolução de mérito, nos termos do artigo 485, inciso VI do Código de Processo Civil.

As hipóteses distintas de legitimação ativa à propositura de ação indenizatória de perdas e danos causados aos cotistas pelo inadimplemento dos prestadores essenciais é produto não só da complexidade do instituto, mas também das particularidades do funcionamento do mercado de valores mobiliários nos quais se compram e se vendem as cotas representativas do seu patrimônio. Podem ser divididas, de um modo geral, em (i) hipóteses de legitimação ativa ordinária, nas quais o cotista ajuíza, ele próprio ou representado em juízo pelos prestadores essenciais, pleito indenizatório visando à tutela da pretensão indenizatória; e (ii) hipóteses de legitimação ativa extraordinária, nas quais o ordenamento, como previsto no artigo 18 do Código de Processo Civil, autoriza determinados agentes a pleitear em nome próprio o direito dos cotistas à indenização – particularmente os entes autorizados à propositura de ação civil pública voltada à tutela coletiva dos investidores em fundos de investimento.

#### 3.4.2.1 Legitimação ordinária do cotista

A um primeiro olhar, a hipótese mais intuitiva de legitimação ativa ao ajuizamento de pretensão indenizatória do cotista é a do próprio cotista, que,

---

<sup>173</sup> “Como direito de invocar a tutela jurisdicional, a ação apenas pode pertencer àquele que a invoca para si, com referência a uma relação jurídica da qual seja possível pretender uma razão de tutela a seu favor.” (In: LIEBMAN, Enrico Tullio. *Manual de Direito Processual Civil*, vol. 1. Trad. e notas de Cândido Rangel Dinamarco. 3ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2005, p. 209)

<sup>174</sup> BERMUDES, Sergio. *Introdução ao Processo Civil*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 46.

<sup>175</sup> “Em rigorosa técnica processual a legitimidade *ad causam* insere-se no âmbito do interesse de agir porque sua falta traduz-se em ausência de utilidade do provimento jurisdicional para determinado sujeito. (...) A ilegitimidade *ad causam* é, assim, um destaque negativo do requisito do interesse de agir, cuja concreta ocorrência determina *a priori* a inexistência deste.” (In: DINAMARCO, Cândido Rangel. *Instituições de Direito Processual Civil: volume*. 8ª ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2019, p. 359)

ordinariamente, vai a juízo postular a indenização das perdas e danos alegadamente causados pelos prestadores essenciais inadimplentes.

Há, contudo, quem delimite essa hipótese de legitimação em determinados casos. Para Fernando Kuyven, por exemplo, a legitimidade para propositura do pleito indenizatório de danos causados pelos prestadores essenciais seria (i) do cotista, em caso de dano direto causado pelo prestador essencial atuante com dolo ou má-fé, nos termos do artigo 1.368-E do Código Civil<sup>176</sup>; e (ii) do próprio fundo de investimento, representado por seu administrador ou gestor, e não dos seus cotistas, em caso de prejuízo causado pelos prestadores essenciais aos bens e direitos conferidos ao fundo<sup>177</sup>. Neste último caso, um dos alicerces à constatação do autor é a autonomia patrimonial de que se reveste o fundo de investimento, em tudo distinto do patrimônio dos cotistas. Admitir que o cotista fosse indenizado diretamente por danos amargados pelo fundo de investimento, portanto, seria fato capaz de pôr em risco os próprios credores de obrigações devidas pelo condomínio<sup>178</sup>.

Guilherme Setoguti, a seu turno, em estudo da inaplicabilidade do artigo 159 da Lei das S/A à ação indenizatória movida pelo cotista de fundo de investimento contra os seus prestadores de serviços, afirma a possibilidade do ajuizamento de tal pleito, sem estar sujeito às peculiaridades do já examinado dispositivo – porque aplicável apenas às sociedades por ações. Por comparação, o autor coloca, a referida ação indenizatória assemelhar-se-ia àquela movida pelo

---

<sup>176</sup> “Isso significa que o cotista ou terceiro pode propor ação contra o fundo ou diretamente contra o prestador de serviço que praticou o ilícito em nome do fundo, com dolo ou má fé, ou, ainda, solidariamente contra ambos. Ao contrário, não constatando dolo ou má-fé do prestador de serviço, a ação por dano direto deve ser dirigida exclusivamente ao fundo” (In: KUYVEN, Fernando. Legitimidade e Direitos do Fundo e de seus Cotistas. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 567)

<sup>177</sup> “Assim como ocorre em relação aos danos causados ao patrimônio do fundo por terceiros, apenas o fundo tem legitimidade para pleitear reparação por danos a ele causados pelos seus prestadores de serviços.” (In: KUYVEN, Fernando. Legitimidade e Direitos do Fundo e de seus Cotistas. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 563)

<sup>178</sup> “A possibilidade de limitação de responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito reforça que o fundo que o fundo é um sujeito de direitos independente e um patrimônio autônomo que não se confunde com aqueles dos cotistas, de modo que somente o fundo pode pleitear a recomposição de seu patrimônio lesado por atos de terceiros ou de seus prestadores de serviço.” (In: KUYVEN, Fernando. Legitimidade e Direitos do Fundo e de seus Cotistas. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 563)

acionista por dano a ele diretamente causado pelos administradores da companhia, prevista no parágrafo 7º do artigo 159<sup>179</sup>.

Com efeito, não parece possível, considerando a legitimação ativa ordinária como regra geral no âmbito do direito processual brasileiro (conforme o artigo 18 do Código de Processo Civil<sup>180</sup>), excluir de antemão o direito de ação da própria pessoa que venha a sofrer o dano alegado para pleitear – em foro judicial ou arbitral – o direito indenizatório que lhe diz respeito. Se é, de fato, a teleologia do ordenamento jurídico afastar do cotista a legitimidade ativa ordinária de acionar os prestadores de serviços essenciais, então, entende-se, seria necessária a introdução de norma expressa nesse sentido.

A respeito do risco de descapitalização e consequente incapacidade do fundo para adimplir com as obrigações respectivas ao patrimônio separado, trata-se de preocupação válida, mas que parece possível de endereçamento no plano do sentenciamento, sem inviabilizar por completo o direito de ação do cotista. A título de exemplo, caso no eventual dano a ser indenizado se incluam parcelas que seriam pagas ao cotista (e.g. rendimentos, amortização de cotas etc.) e outras que ficariam retidas no condomínio (e.g. perda de valor de bens e direitos componentes da carteira de investimento), poderia o julgador decidir pelo dever de o prestador essencial condenado pagar determinada quantia diretamente ao cotista e destinar outra à conta do fundo de investimento, a fim de recompor os prejuízos ali amargados.

#### 3.4.2.2 A postulação pelos prestadores essenciais em representação dos cotistas

Paralelamente à postulação dos cotistas em nome e por iniciativa próprios, também os prestadores essenciais podem, dentro de suas respectivas esferas de

---

<sup>179</sup> “Mesmo assim, caso se pudesse cogitar da aplicação do referido dispositivo aos fundos de investimento, a ação proposta por um cotista lesado por condutas do administrador e/ou do gestor não seria aquelas previstas no caput ou § 3º do art. 159. A figura que mais se aproxima da situação em questão é a do § 7º, que trata da ação individual por dano direto.” (In: COSTA, Cláudia Gruppi; SILVA, Giovanna Queiroz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. O art. 159 da Lei das S/A não se aplica às ações indenizatórias contra administrador e gestor de fundo de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 628)

<sup>180</sup> Código de Processo Civil, artigo 18: “Ninguém poderá pleitear direito alheio em nome próprio, salvo quando autorizado pelo ordenamento jurídico”.



competência fixadas na lei e pelo regulamento do condomínio, praticar os atos voltados à tutela de eventuais prejuízos causados aos cotistas na forma de dano aos bens e direitos componentes do patrimônio separado. Isso envolve a atuação como representante do condomínio – isto é, dos seus condôminos – em juízo, conforme autorizado pelo artigo 75, inciso XI do Código de Processo Civil.

De se ressaltar que, ao atuar como representantes processuais dos cotistas, são estes últimos, e não os prestadores essenciais, que se qualificam como parte na relação jurídica processual. Tanto é que o artigo 76, caput do Código de Processo Civil trata da irregularidade na “representação da parte”, sem tratar parte e representante como sinônimos<sup>181</sup>.

Cabe reiterar, como já assinalado acima, que a representação dos cotistas do fundo pelos prestadores essenciais encontra substrato, ainda, no artigo 106, inciso III da Resolução CVM 175, ao prever como dever dos prestadores de serviços “*empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias (...) adotando as medidas judiciais, extrajudiciais e arbitrais cabíveis*”.

A possibilidade de os prestadores essenciais atuarem como representantes dos cotistas mediante ajuizamento de pleito indenizatório por prejuízo ao patrimônio condominial é alternativa válida mesmo na hipótese de o dano ser oriundo de inadimplemento do administrador ou do gestor. Em um tal caso, como bem reconhece Fernando Kuyven<sup>182</sup>, poderá o prestador faltoso ser destituído e um novo nomeado, de modo que caberá a este último demandar indenização por conta do inadimplemento do seu antecessor.

---

<sup>181</sup> Nesse sentido, Cândido Rangel Dinamarco: “Representante não é parte. (...) Como o representante não é parte, não se está diante de demandas iguais ou mesma demanda, mas demandas diferentes, quando a primeira iniciativa é tomada por um sujeito em nome próprio e a segunda na qualidade de representante: na primeira delas ele é autor, mas na segunda é autora a pessoa representada (natural ou jurídica, conforme o caso).” (In: DINAMARCO, Cândido Rangel. *Instituições de Direito Processual Civil: volume. 8ª ed. rev. e atual.* São Paulo: Maleiros, 2019, pp. 138-139)

<sup>182</sup> “Caso se constate um dano causado por ilícitos praticados por administrador ou gestor atuais, deve-se imediatamente convocar assembleia geral de cotistas para deliberar sua destituição. Embora essa destituição não seja um requisito legal para os cotistas ajuizarem ação contra o prestador de serviço, ela é medida de boa governança, pois impedirá que o prestador continue a causar danos ao fundo e tenha acesso a informações estratégicas ou interfira na demanda proposta contra ele.” (In: KUYVEN, Fernando. *Legitimidade e Direitos do Fundo e de seus Cotistas.* In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento.* 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 564)

Trata-se de via com palpáveis vantagens, notadamente a de possibilitar tutela indenizatória que, oriunda do proferimento de uma única decisão abrangente do fundo de investimento e, conseqüentemente, de todos os seus cotistas, evita não só os riscos de entendimentos conflitantes assumir estado de coisa julgada, mas também poupa os recursos – públicos e privados – despendidos com os múltiplos processos que podem vir a ser deflagrados por grupos distintos de cotistas em litisconsórcio ativo, ou mesmo por cotistas individuais.

Há, contudo, custos relevantes a ser ressaltados, em particular o custo de tempo e recursos necessários à convocação e deliberação assemblear pela destituição dos prestadores essenciais inadimplentes, discussão, seleção e contratação de novos administrador e/ou gestor de carteira e a sua atualização a respeito das faltas perpetradas por seus antecessores, para que apenas então se possa cogitar da propositura de ação indenizatória voltada à recomposição do fundo de investimento e de seus cotistas vitimados do dano.

#### 3.4.2.3 A tutela coletiva dos cotistas nos termos da Lei 7.913

A terceira hipótese de legitimação ativa se refere aos entes autorizados à propositura de ação civil pública voltada à tutela coletiva dos direitos de investidores no mercado de valores mobiliários, nos termos da Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989 (“Lei 7.913”). São estes, conforme dispõe a referida lei, o Ministério Público e a CVM, habilitados a atuar como substitutos processuais “*para evitar prejuízos ou para obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado*”, em particular quando oriundos, entre outros, de operações fraudulentas, práticas não equitativas ou manipulativas com valores mobiliários; compra ou venda de valores mobiliários com base em informação relevante ainda não divulgada ao mercado (*insider trading*); ou prestação incompleta, falsa, tendenciosa ou sua omissão por pessoa obrigada à sua divulgação.

A relevância particular da ação civil pública como meio de tutela coletiva dos cotistas se deve, em larga medida, do fato de a cota de uma mesma classe configurar título padronizado, a conferir aos seus titulares os mesmos direitos e deveres – característica que, a seu turno, faz com que determinado dano que recaia sobre a carteira de ativos do fundo de investimento reverbere a todos os cotistas de

determinada classe ou mesmo de todo o condomínio, proporcionalmente à quantidade de cotas detida por cada investidor. Esse efeito gera, assim, situações passíveis de ser enquadradas como dano coletivo, mais especificamente como danos individuais homogêneos – assim denominados aqueles “*decorrentes de origem comum*”, nos termos do artigo 81, parágrafo único, inciso III do Código de Defesa do Consumidor<sup>183</sup> –, apto a ser objeto de tutela por meio de ação civil pública.

A tutela coletiva prevista na Lei 7.913, contudo, do ponto de vista empírico, apresenta performance ainda embrionária na prática<sup>184</sup>, em que pese a sua potencial utilidade à proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários, conforme já reconhecido pela doutrina<sup>185</sup>. Uma possível forma de se ampliar a sua capacidade de proteger os direitos e interesses do público investidor – e, conseqüentemente, do público cotista de fundos de investimento – seria a previsão expressa, no artigo 1º da referida lei, de que para o seu ajuizamento também são legitimados entes além do Ministério Público e da CVM, notadamente as associações constituídas há pelo menos 1 (um) ano com finalidade institucional condizente com o ajuizamento de tal pleito, nos termos do artigo 5º, inciso V da Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985<sup>186</sup>.

---

<sup>183</sup> Código de Defesa do Consumidor, art. 81: “A defesa dos interesses e direitos dos consumidores e das vítimas poderá ser exercida em juízo individualmente, ou a título coletivo. Parágrafo único. A defesa coletiva será exercida quando se tratar de: (...) III - interesses ou direitos individuais homogêneos, assim entendidos os decorrentes de origem comum.”

<sup>184</sup> Assim reconheceu Lionel Zaclis, em 2019: “(...) O propósito manifestado é de fundamental importância, mas a pergunta que se impõe na oportunidade dessa celebração é se vem a aniversariante permitindo se atinja, de modo eficaz e eficiente, a finalidade a que se propôs. E a resposta, infelizmente, é negativa, bastando verificar-se que não chegam a uma dúzia os processos judiciais que nela se baseiam, e que em nenhum deles se chegou à condenação dos responsáveis em termos de ressarcimento dos prejuízos causados aos investidores (...)”. (In: ZACLIS, Lionel. O Investidor no Mercado de Capitais em Face da Lei. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (coords.). *A Tutela Coletiva do Acionista Minoritário – Os 30 anos de vigência da Lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 319)

<sup>185</sup> “(...) Embora haja notícia de poucas ações coletivas ajuizadas com fundamento na Lei nº 7.913/89, o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro e a cada vez maior tendência de abertura de capital, inclusive por empresas de médio porte, podem fazer com que, num futuro não muito distante, proliferem ações desse tipo. (...)” (In: GRINOVER, Ada Pellegrini. *A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 58)

<sup>186</sup> Em sentido semelhante é o entendimento de Larissa Carneiro Rodrigues: “Cremos que alterar a legislação, ampliando o rol de legitimados para a propositura da Ação Coletiva, frisa-se, legitimados com qualificação técnica, a exemplo do rol previsto na lei 7.347/1985 e os próprios investidores, interessados diretos, tornaria esta ação mais efetiva, uma vez que os pedidos seriam elaborados com maior técnica e assertividade”. (In: RODRIGUES, Larissa Carneiro. *Liquidação de Sentença e a Lei 7.913/89: das dificuldades procedimentais em reparar os danos dos investidores*. In: ABRÃO, Carlos



## Conclusão

Como restou evidente ao longo do presente estudo, a responsabilidade civil dos prestadores de serviços essenciais ao fundo de investimento por danos causados ao cotista é questão complexa, cuja delimitação no caso concreto demanda a consideração de peculiaridades da disciplina aplicável ao instituto, em particular os deveres atribuídos ao administrador e ao gestor de carteira.

Nesse contexto, as seguintes conclusões podem ser traçadas a partir do analisado até o momento:

1. Por ser o fundo de investimento ente de natureza condominial, portanto carente de personalidade jurídica, os deveres atribuídos pela lei aos prestadores essenciais devem ser entendidos como devidos à classe de cotistas, estes sim sujeitos de deveres e obrigações;
2. Por nascer da relação contratual preexistente entre os cotistas do fundo de investimento e os seus prestadores de serviços essenciais, positivada no regulamento, a responsabilidade civil do administrador e do gestor de carteira por danos àqueles é de natureza contratual;
3. A feição contratual da relação entre cotistas e prestadores essenciais abre espaço relevante para que as partes, no exercício de sua autonomia, estipulem negocialmente os parâmetros pelos quais aferir-se-á a responsabilidade do administrador e do gestor de carteira em um dado caso concreto. Isso sem prejuízo dos aspectos de consideração obrigatória previstos no artigo 1.368-D, parágrafo 2º do Código Civil (natureza de obrigação de meios atribuída ao prestador e riscos inerentes ao mercado de atuação), de relevância preponderante à atuação do gestor de carteira;
4. Há iterativa jurisprudência do STJ pela aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor – e do regime de responsabilidade civil ali previsto – à atividade do administrador e do gestor de carteira de fundo de investimento, nas hipóteses em que os cotistas se enquadrem como consumidores dos serviços respectivamente prestados. Isso inobstante, há argumentos sólidos pela revisão deste posicionamento, seja para entender inaplicável a lei consumerista à relação contratual particular entre cotistas e prestadores essenciais ou para relativizá-la,

- considerando, entre outros, a existência de arcabouço regulatório da CVM destinado especificamente à proteção do público investidor – aí incluídos aqueles em posição de vulnerabilidade e/ou hipossuficiência;
5. Ante a natureza contratual da responsabilidade civil dos prestadores essenciais perante o cotista, o inadimplemento contratual assume relevância central como evento deflagrador do exame sobre se, em qualquer determinado caso, há o dever de o administrador e/ou do gestor de carteira indenizar os prejuízos amargados pelos titulares de cotas;
  6. Nesse contexto, a consideração do inadimplemento como ponto inicial da análise de eventual responsabilidade civil dos prestadores essenciais perante os cotistas se faz adequada, particularmente considerando a frequência relativamente alta com que prejuízos aos investidores ocorrem no âmbito do mercado de valores mobiliários por motivos alheios ao comportamento do administrador e do gestor de carteira (e.g. por oscilações de preço típicas dos mercados de atuação do fundo). Isso porque a consideração sobre, por exemplo, se o inadimplemento (i) atinge determinados bens jurídicos protegidos relativamente ao funcionamento do fundo (e.g. transparência, higidez, prestação de serviços leal e diligente etc.); (ii) diz respeito ao descumprimento de obrigações de meio ou de resultado; e (iii) configura inadimplemento relativo ou absoluto auxilia no entendimento apriorístico a respeito do dano que razoavelmente pode decorrer da conduta faltosa constatada – sem que se arrisque imputar, ao fim do exame, ao prestador inadimplente a obrigação de indenizar dano maior do que o que efetivamente causou;
  7. Paralelamente à consideração das características do inadimplemento, é necessário ter em mente as distintas formas pelas quais o dano ao cotista se manifesta, seja, por exemplo, a desvalorização da cota por conta de prejuízo aos bens e direitos componentes da carteira do fundo de investimento ou por oscilações em preço de mercado em função de uma mudança da opinião dos agentes que compõem as forças de compra e venda a respeito de determinado ativo (no caso de fundos com classe de cotas negociadas em mercado regulamentado de bolsa ou balcão);

ou ainda a queda de liquidez das cotas do fundo, particularmente com relação aos fundos fechados.

8. Em toda hipótese, é imprescindível a constatação do nexo de causalidade entre inadimplemento e dano para fins de imputação do resultado danoso ao prestador essencial inadimplente. Esse, nos termos do artigo 403 do Código Civil, há de ser examinado preponderantemente pela lente da teoria do dano direto e imediato – sem prejuízo de eventual (e excepcional) inversão do ônus da prova pelo juiz, quando as circunstâncias assim permitirem e demandarem;
9. A respeito da legitimidade ativa para a propositura de ação indenizatória, não sendo o fundo de investimento sujeito de direitos e deveres, conclui-se que o dano causado pelo inadimplemento dos prestadores essenciais deve ser entendido como afetando diretamente a esfera jurídica dos titulares de cotas. Assim, a legitimidade ativa para a propositura do pleito indenizatório por danos aos cotistas se divide em (i) ordinária dos cotistas, quando pleiteiam em nome próprio a tutela de suas pretensões; (ii) do prestador essencial não inadimplente (ou que sucede o inadimplente) na qualidade de representante processual dos cotistas; e (iii) dos entes legitimados para a ação civil pública prevista na Lei 7.913, na qualidade de substitutos processuais da classe de cotistas.

## Bibliografia

ABREU, Máira Leituguinhos de Lima. *Invalidez das Deliberações de Assembleias de Cotistas de Fundos de Investimento*. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coords.). *Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

BARBOSA, Marcelo. Responsabilidade do gestor de fundos de investimento. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

BERMUDES, Sergio. *Introdução ao Processo Civil*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

BORBA, Gustavo Tavares; ROCHA, Luiza Carvalho da. Administrador de fundo de investimento: posição jurídica, responsabilidades e vinculação à cláusula compromissória arbitral. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

CALIXTO, Marcelo Junqueira. *A responsabilidade civil do fornecedor de produtos pelos riscos do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

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

CASTRO, Diana Loureiro Paiva de. Cláusulas limitativas e excludentes do dever de indenizar: espécies, efeitos e controle valorativo. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Processo, 2020.

CAVALLI, Cassio. *Mora e utilidade: os standards da utilidade no modelo jurídico da mora do devedor*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 19ª ed. São Paulo: Saraiva, 2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório da Audiência Pública SDM 08/20*. Disponível em <[Audiência Pública SDM 08/20 \(cvm.gov.br\)](https://cvm.gov.br)>. Acesso em 10.05.2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 78. Disponível em <[livro\\_top\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf \(www.gov.br\)](https://www.gov.br)>. Acesso em 12.02.2024.

COMPARATO, Fabio Konder. Obrigações de meios, de resultado e de garantia. In: *Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1978.

COSTA, Cláudia Gruppi; SILVA, Giovanna Queiroz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. O art. 159 da Lei das S/A não se aplica às ações indenizatórias contra administrador e gestor de fundo de investimento. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

DIDIER JR., Fredie; BRAGA, Paula Sarno; OLIVEIRA, Rafael Alexandria de. Curso de direito processual civil: teoria da prova, direito probatório, decisão precedente, coisa julgada e tutela provisória. 13ª ed. Salvador: Editora JusPodivm, 2018.

DINAMARCO, Cândido Rangel. *Instituições de Direito Processual Civil: volume*. 8ª ed. rev. e atual. São Paulo: Maleiros, 2019.

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

DUFLOTH, Rodrigo. Notas sobre as responsabilidades de gestores de fundos de investimento em ações (FIA) e multimercado (FIM). In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais — regime jurídico*. 2ª ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume II*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 80 a 137. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada – Volume III*. 2ª edição revista e ampliada – artigos 138 a 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FAORO, Guilherme de Mello Franco. As novas fronteiras do inadimplemento: critérios para um exame funcional da distinção entre mora e inadimplemento absoluto. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Processo, 2020.

GAGGINI, Fernando Schwarz. A trajetória dos fundos de investimento no Brasil e a respectiva evolução regulamentar. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Orgs.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

GRINOVER, Ada Pellegrini. *A Tutela Coletiva dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários: Questões Processuais*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

KRAAKMAN, Reinier et. al. *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Trad. Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.

KUGLER, Herbert Morgenstern. *O Poder de Controle no Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

KUYVEN, Fernando. Legitimidade e Direitos do Fundo e de seus Cotistas. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Conceito e Natureza. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das companhias*. 2ª ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LIEBMAN, Enrico Tullio. *Manual de Direito Processual Civil*, vol. 1. Trad. e notas de Cândido Rangel Dinamarco. 3ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

MAIA, Luis Felipe; ISSAKA, Leandro; MELLO, Caio Watanabe Rocha de. Fundos de Investimento Imobiliário. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coords.). *Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MARTINS, Juliana Bastianello Baldin. *Conflito de Interesses na Administração de Fundos de Investimento: Hipóteses e Mecanismos para Solucionar Situações Conflituosas*. São Paulo: Quartier Latin, 2022

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado – Tomo XII*. Atual. Vilson Rodrigues Alves. 1ª ed. Campinas: Bookseller, 2001.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado: parte especial; 23. Direito das obrigações: auto-regramento da lei. Alteração das relações jurídicas obrigacionais. Transferência de créditos. Assunção de dívida alheia. Transferência da posição negativa dos negócios jurídicos*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado – Tomo LI: direito das obrigações, controle das sociedades, sociedades de investimento*. Atual. Alfredo de Assis Gonçalves Neto. 1ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

MULHOLLAND, Caitlin Sampaio. *A responsabilidade civil por presunção do nexo causal*. Rio de Janeiro: GZ. Ed., 2010.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do; BRANDÃO, Júlia Rodrigues Costa de Serpa. Investidor Qualificado. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de et. al. (coords.). *Direito societário, mercado de capitais, arbitragem e outros temas: homenagem a Nelson Eizirik – Volume II*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

NEVES, José Roberto de Castro, *Contratos II*. 1ª ed. Rio de Janeiro: LMJ Mundo Jurídico, 2019.

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

OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Responsabilidade civil do fornecedor por inadimplemento das obrigações de meio: o caso do gestor de fundos de investimento. In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume I*. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2020.

PARENTE, Norma Jonssen; SANTOS, Luiz Filipe Oliveira. Deveres e responsabilidades dos gestores de fundos de investimento. In: KUYVEN, Fernando (coord.). *Direito dos fundos de investimento*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

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

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil, Vol. II, Teoria Geral das Obrigações*. Atual. Guilherme Calmon Nogueira da Gama. 28ª ed. ver. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil, Vol. III*. 20ª ed. Atual. Caitlin Mulholland. Rio de Janeiro: Renovar, 2016.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Responsabilidade Civil*. Atual. Gustavo Tepedino. 11ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

RENERIA, Pablo. *Obrigações de meio e de resultado: análise crítica*. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

RODRIGUES, Larissa Carneiro. Liquidação de Sentença e a Lei 7.913/89: das dificuldades procedimentais em reparar os danos dos investidores. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (coords.). *A Tutela Coletiva do Acionista Minoritário – Os 30 anos de vigência da Lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva*. São Paulo: Quartier Latin, 2019

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

SCHECHTMAN, David Casz; BRANDÃO, Caio. Liberdade ou abuso contratual: limitação da responsabilidade por violação de deveres fiduciários de gestores e administradores de fundos de investimentos e a experiência dos Estados Unidos. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

SCHREIBER, Anderson. *Manual de Direito Civil Contemporâneo*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

SCHREIBER, Anderson. Revisitando a tríplice transformação do adimplemento. In: In: TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz (coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios – Volume II*. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2021.

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

STEINER, Renata C. *Reparação de Danos: Interesse Positivo e Interesse Negativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

STRINE, Jr., Leo E.; MUSSNICH, Francisco Ruger Antunes Maciel; MACHADO FILHO, Caio. The Delaware-Inspired Next Step Toward Brazil Becoming the South American Leader in Corporate Law: Making Public Company Arbitrations a Matter of Public Record (November 24, 2023). *U of Penn Law School*, Public Law Research Paper No. 23-42. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4643615> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4643615>.

TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à Liquidez no Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República – Volume I*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos Nelson; BANDEIRA, Paula Greco. *Fundamentos de direito civil: contratos*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. *Fundamentos do direito civil: obrigações*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

TEPEDINO, Gustavo; TERRA, Aline de Miranda Valverde; GUEDES, Gisela da Cruz Sampaio. *Fundamentos de direito civil: responsabilidade civil*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

TERRA, Aline de Miranda Valverde. A Contemporânea Teoria do Inadimplemento: Reflexões sobre a Violação Positiva do Contrato, o Inadimplemento Antecipado e o Adimplemento Substancial. In: MONTEIRO, Carlos Edison do Rêgo et. al. (orgs.). *Direito Civil*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2015.

TERRA, Aline Miranda Valverde. Na pauta do STJ: penhora de cotas de fundo de investimento. *AGIRE | Direito Privado em Ação*. Disponível em <[#55. Na pauta do STJ: penhora de cotas de fundo de investimento \(substack.com\)](#)>. Acesso em 23.03.2023.

TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas; MAFRA, Ricardo. A responsabilidade de gestores em fundos de investimento de “gestão não discricionária”. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (Org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V – Edição Especial – Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

ZACLIS, Lionel. O Investidor no Mercado de Capitais em Face da Lei. In: ABRÃO, Carlos Henrique; CARVALHOSA, Modesto; LUCON, Paulo Henrique dos Santos (coords.). *A Tutela Coletiva do Acionista Minoritário – Os 30 anos de vigência da Lei 7.913/89: uma visão prospectiva construtiva*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.