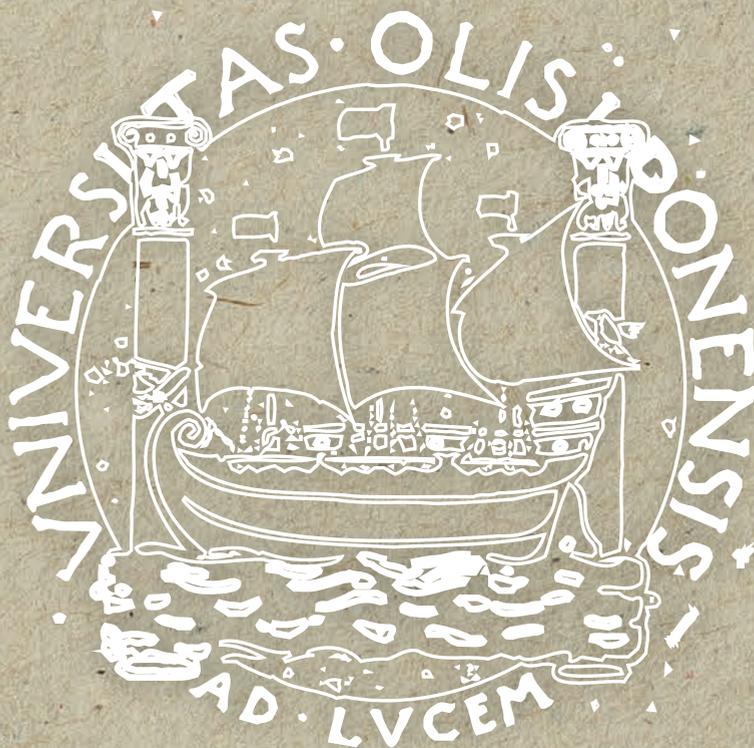


REVISTA DA
FACULDADE DE DIREITO DA
UNIVERSIDADE DE LISBOA

LISBON LAW REVIEW



ANO LXII

2021

NÚMERO 2

REVISTA DA FACULDADE DE DIREITO
DA UNIVERSIDADE DE LISBOA
Periodicidade Semestral
Vol. LXII (2021) 2

LISBON LAW REVIEW

COMISSÃO CIENTÍFICA

Alfredo Calderale (Professor da Universidade de Foggia)
Christian Baldus (Professor da Universidade de Heidelberg)
Dinah Shelton (Professora da Universidade de Georgetown)
Ingo Wolfgang Sarlet (Professor da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul)
Jean-Louis Halpérin (Professor da Escola Normal Superior de Paris)
José Luis Díez Ripollés (Professor da Universidade de Málaga)
José Luís García-Pita y Lastres (Professor da Universidade da Corunha)
Judith Martins-Costa (Ex-Professora da Universidade Federal do Rio Grande do Sul)
Ken Pennington (Professor da Universidade Católica da América)
Marc Bungenberg (Professor da Universidade do Sarre)
Marco Antonio Marques da Silva (Professor da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo)
Miodrag Jovanovic (Professor da Universidade de Belgrado)
Pedro Ortego Gil (Professor da Universidade de Santiago de Compostela)
Pierluigi Chiassoni (Professor da Universidade de Génova)

DIRETOR

M. Januário da Costa Gomes

COMISSÃO DE REDAÇÃO

Pedro Infante Mota
Catarina Monteiro Pires
Rui Tavares Lanceiro
Francisco Rodrigues Rocha

SECRETÁRIO DE REDAÇÃO

Guilherme Grillo

PROPRIEDADE E SECRETARIADO

Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa
Alameda da Universidade – 1649-014 Lisboa – Portugal

EDIÇÃO, EXECUÇÃO GRÁFICA E DISTRIBUIÇÃO

LISBON LAW EDITIONS

Alameda da Universidade – Cidade Universitária – 1649-014 Lisboa – Portugal

ISSN 0870-3116

Depósito Legal n.º 75611/95

Data: Março, 2022

-
- M. Januário da Costa Gomes**
9-12 Editorial

ESTUDOS DE ABERTURA

-
- Eduardo Vera-Cruz Pinto**
15-64 *A interpretatio legis na norma do artigo 9.º do Código Civil e a interpretatio iuris no ius Romanum (D. 50.16 e 17)*
The interpretatio legis in the norm of Article 9 of the Civil Code and the interpretatio iuris in the ius Romanum (D. 50.16 e 17)
-
- Francesco Macario**
65-89 *Rinegoziatione e obbligo di rinegoziare come questione giuridica sistematica e come problema dell'emergenza pandemica*
Renegociação e dever de renegociar como questão jurídica sistemática e como problema da emergência sanitária

ESTUDOS DOUTRINAIS

-
- António Barroso Rodrigues**
93-128 *A tutela indemnizatória no contexto familiar*
Compensation of damages in the family context
-
- Aquilino Paulo Antunes**
129-148 *Medicamentos de uso humano e ambiente*
Medicines for human use and environment
-
- Fernando Loureiro Bastos**
149-167 *Art market(s): from unregulated deals to the pursuit of transparency?*
Mercado(s) da arte: de negócios a-jurídicos para a procura da transparência?
-
- Francisco Rodrigues Rocha**
169-211 *Seguro de responsabilidade civil de embarcações de recreio*
Assurance de responsabilité civile de bateaux de plaisance
-
- Ingo Wolfgang Sarlet | Jeferson Ferreira Barbosa**
213-247 *Direito à Saúde em tempos de pandemia e o papel do Supremo Tribunal Federal brasileiro*
Right to Health in Pandemic Times and the Role of the Brazilian Federal Supreme Court
-
- João Andrade Nunes**
249-276 *A Regeneração e a humanização da Justiça Militar Portuguesa – A abolição das penas corporais no Exército e o Regulamento Provisório Disciplinar do Exército em Tempo de Paz (1856)*
The “Regeneração” and the humanisation of Portuguese Military Justice – The abolishment of corporal punishment in the Army and the Army’s Provisional Disciplinary Regulation in the Peacetime (1856)

-
- 277-307 **João de Oliveira Geraldes**
Sobre os negócios de acerto e o artigo 458.º do Código Civil
On the declaratory agreements and the article 458 of the Civil Code
-
- 309-325 **José Luís Bonifácio Ramos**
Do Prémio ao Pagamento da Franquia e Figuras Afins
From Premium to Deductible Payments and Related Concepts
-
- 327-355 **Judith Martins-Costa | Fernanda Mynarski Martins-Costa**
Responsabilidade dos Agentes de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (“FIDC”): riscos normais e riscos não suportados pelos investidores
Liability of Agents of Receivables Investment Funds: normal risks and risks not borne by investors
-
- 357-389 **Luís de Lima Pinheiro**
O “método de reconhecimento” no Direito Internacional Privado – Renascimento da teoria dos direitos adquiridos?
The “Recognition Method” in Private International Law – Revival of the Vested Rights Theory?
-
- 391-405 **Mario Serio**
Contract e contracts nel diritto inglese: la rilevanza della buona fede
Contract e contracts: a relevância da boa fé
-
- 407-445 **Miguel Sousa Ferro | Nuno Salpico**
Indemnização dos consumidores como prioridade dos reguladores
Consumer redress as a priority for regulators
-
- 447-465 **Peter Techet**
Carl Schmitt against World Unity and State Sovereignty – Schmitt’s Concept of International Law
Carl Schmitt contra a Unidade Mundial e a Soberania do Estado – O Conceito de Direito Internacional de Schmitt
-
- 467-489 **Pierluigi Chiassoni**
Legal Gaps
Lacunae jurídicas
-
- 491-539 **Rafael Oliveira Afonso**
O particular e a impugnação de atos administrativos no contencioso português e da União Europeia
Private applicant and the judicial review of administrative acts in the Portuguese and EU legal order
-
- 541-560 **Renata Oliveira Almeida Menezes**
A justiça intergeracional e a preocupação coletiva com o pós-morte
The inter-generational justice and the collective concern about the post-death
-
- 561-608 **Rodrigo Lobato Oliveira de Souza**
Religious freedom and constitutional elements at the social-political integration process: a theoretical-methodological approach
Liberdade religiosa e elementos constitucionais no processo de integração sociopolítica: uma abordagem teórico-metodológica

-
- Telmo Coutinho Rodrigues**
609-640 “Com as devidas adaptações”: sobre os comandos de modificação nas normas remissivas como fonte de discricionariedade
“Mutatis mutandis”: on modification commands in referential norms as a source of discretion

ESTUDOS REVISITADOS

-
- Ana Paula Dourado**
643-655 A “Introdução ao Estudo do Direito Fiscal” (1949-1950), de Armindo Monteiro, revisitada em 2021
Introduction to Tax Law (1949-1950), by Armindo Monteiro, Revisited in 2021

-
- Pedro de Albuquerque**
657-724 Venda real e (alegada) venda obrigacional no Direito civil, no Direito comercial e no âmbito do Direito dos valores mobiliários (a propósito de um Estudo de Inocêncio Galvão Telles)
Real sale and the (so-called) obligational sale in civil law, in commercial law and in securities law (about a study of Inocêncio Galvão Telles)

VULTOS DO(S) DIREITO(S)

-
- António Menezes Cordeiro**
727-744 Claus-Wilhelm Canaris (1937-2021)
-
- Paulo de Sousa Mendes**
745-761 O caso Aristides Sousa Mendes e a Fórmula de Radbruch: “A injustiça extrema não é Direito”
The Aristides de Sousa Mendes Case and Radbruch’s Formula: “Extreme Injustice Is No Law”

JURISPRUDÊNCIA CRÍTICA

-
- Ana Rita Gil**
765-790 O caso *Neves Caratão Pinto c. Portugal*: (mais) um olhar do Tribunal Europeu dos Direitos Humanos sobre a aplicação de medidas de promoção e proteção a crianças em perigo
The case Neves Caratão Pinto vs. Portugal: one (more) look at the application of promotion and protection measures to children at risk by the European Court of Human Rights
-
- Jaime Valle**
791-802 A quem cabe escolher os locais da missão diplomática permanente? – Comentário ao Acórdão de 11 de dezembro de 2020 do Tribunal Internacional de Justiça
Who can choose the premises of the permanent diplomatic mission? – Commentary on the Judgment of 11 December 2020 of the International Court of Justice

-
- Jorge Duarte Pinheiro**
803-815 Quando pode o Estado separar as crianças dos seus progenitores? – o caso *Neves Caratão Pinto c. Portugal*
In which circumstances can a State separate children from their parents? – case Neves Caratão Pinto v. Portugal

VIDA CIENTÍFICA DA FACULDADE

-
- José Luís Bonifácio Ramos**
819-827 Transição Digital no Ensino do Direito
Digital Transition in Teaching Law
-
- Margarida Silva Pereira**
829-843 Arguição da tese de doutoramento de Adelino Manuel Muchanga sobre “A Responsabilidade Civil dos cônjuges entre si por Violação dos Deveres Conjugais e pelo Divórcio”
Intervention in the public discussion of the doctoral thesis presented by Adelino Manuel Muchanga on the subject “Civil Liability of the Spouses between themselves due to Violation of Marital Duties and Divorce”
-
- Miguel Teixeira de Sousa**
845-855 Arguição da tese de doutoramento do Lic. Pedro Ferreira Múrias (“A Análise Axiológica do Direito Civil”)
Discussion of the Doctoral Thesis of Pedro Ferreira Múrias (“A Análise Axiológica do Direito Civil”)
-
- Paulo Mota Pinto**
857-878 Arguição da dissertação apresentada para provas de doutoramento por Pedro Múrias, *A análise axiológica do direito civil*, Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, 11 de novembro de 2021
Discussion of the Doctoral Thesis of Pedro Ferreira Múrias, “A Análise Axiológica do Direito Civil”, Lisbon Law School, 11th November 2021
-
- Teresa Quintela de Brito**
879-901 Arguição da Tese de Doutoramento apresentada por Érico Fernando Barin – *A natureza jurídica da perda alargada*
Oral Argument and Discussion of the PhD Thesis presented by Érico Fernando Barin – The juridical nature of the extended loss

Responsabilidade dos Agentes de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (“FIDC”): riscos normais e riscos não suportados pelos investidores*

Liability of Agents of Receivables Investment Funds: normal risks and risks not borne by investors

Judith Martins-Costa** | Fernanda Mynarski Martins-Costa***

Resumo: O artigo visa a examinar os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios no Brasil, examinando-os em perspectiva funcional a fim de delimitar os riscos que lhe são próprios (“risco próprio do negócio”). Em vista das funções a que volvidos e dos riscos conectados a esses organismos, busca traçar a disciplina das responsabilidades e dos deveres imputados aos seus principais agentes, nomeadamente, o administrador e o gestor. Embora centrado na disciplina do Direito brasileiro, traça, comparativamente, as principais diferenças com o regime jurídico desses organismos em Portugal.

Palavras-chave: Fundos de investimento; Direitos creditórios; Funções e risco normal do negócio; Responsabilidade dos administradores e gestores.

Abstract: The article aims to analyze the Brazilian regulation of the Receivables Investment Funds, examining them in a functional perspective in order to delimit their own risks (“business risk”). In view of the function they perform and the risks connected to these entities, it seeks to outline the discipline of liabilities and duties attributed to their main agents, namely, the administrator and the manager. Although focused on the discipline of Brazilian Law, it outlines, comparatively, the main differences with the legal regime of these entities in Portugal.

Keywords: Investment funds; Receivables; “Normal business risks”; Administrators and managers’ liability.

* As autoras agradecem aos Professores Paula Costa e Silva; Carlos Portugal Gouvêa; e aos colegas Giovana Benetti, Rafael Xavier e Pietro Webber a colaborativa leitura.

Estudo concluído em janeiro de 2022.

** Judith Martins-Costa (judith@jmartinscosta.adv.br) foi Professora de Direito Civil na Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. É Livre-Docente e Doutora em Direito pela Universidade de São Paulo. É Presidente do Instituto de Estudos Culturalistas – IEC.

*** Fernanda Mynarski Martins-Costa (fernanda@jmartinscosta.adv.br) é Doutora em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo e Mestre em Direito Civil pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro, membro do Instituto de Estudos Culturalistas – IEC e sócia de Judith Martins-Costa Advogados.

Sumário: 1. Introdução; 2. Os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios em perspectiva funcional; 2.1. A função precípua; 2.2. Os riscos próprios do negócio; 3. Dos deveres e responsabilidades dos agentes de FIDC; 3.1. Os deveres; 3.2. A ilicitude e as responsabilidades; 4. Conclusões.

1. Introdução

Já se afirmou, acertadamente, que os fundos de investimentos “na sua aparente simplicidade são dos fenômenos mais complexos do mercado de valores mobiliários”¹. Ao conjugar diversos fatores², aos quais, todavia, não se reduzem³, os organismos de investimento estão submetidos, pelos reguladores do mercado, a uma atividade normativa de conjuntura, regendo-se por uma multiplicidade de instrumentos regulamentares especializados⁴ que acendem os debates “em torno do fenômeno de penetração da disciplina da intermediação financeira em áreas do direito privado, em particular no direito dos contratos”⁵. Daí sua complexidade, envolvendo, para além da transposição das fronteiras entre o Direito Público e o Privado – pois suscitam a incidência de normas provindas do Direito Societário, Direito do Mercado de Capitais, Direito Regulatório e do Direito Privado comum – a compreensão de suas várias espécies e modalidades, o manejo de “muitas realidades e de muitas racionalidades – diferentes”⁶.

Essa é a razão pela qual a compreensão da responsabilidade dos agentes dos fundos de investimentos – tema precípua ao qual nos voltaremos nas páginas subsequentes – exige, antes de mais, a interpretação sistemática e integradora dos

¹ VEIGA, Alexandre Brandão. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário: Regime jurídico*. Coimbra: Almedina, 1999, p. 19-20.

² Como, *e.g.*, a mobiliarização, a derivação, a hibridação de produtos e de mercados, a desintermediação financeira, a conglobação de poupanças.

³ Assim a observação de Alexandre Brandão Veiga, para o qual os fundos, para serem compreendidos, não se reduzem a nenhuma daqueles fenômenos, embora participem de todos eles. (VEIGA, Alexandre Brandão. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário: Regime jurídico*, p. 20).

⁴ YAZBEK, Otávio. Limites à atuação do administrador de fundos de investimentos. *Revista brasileira de direito comercial*. n.1. Porto Alegre: Magister, out./nov., 2014, pp. 60-61.

⁵ Nesse sentido: FIGUEIREDO, André. *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2014, p. 479-482, destaques do Autor.

⁶ YAZBEK, Otávio. A lei n. 13.874/2019 e os Fundos de Investimento. In: SALOMÃO, Luís Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coords.). *Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019, p. 562.

diversos conjuntos normativos incidentes sobre essa figura, pois estarão entrelaçadas, no mais das vezes, a “dimensão do mercado” e a “dimensão contratual”, já que investidores e agentes que atuam na administração e na gestão (*lato sensu* consideradas) de um fundo estão ligados ao organismo por vínculo contratual. Ambas as dimensões, portanto, devem ser atuadas a fim de superar a “série de indefinições”⁷ que, no Brasil, tem marcado o desenvolvimento do regime jurídico dos fundos de investimento.

Diferentemente do modelo português, no qual a matéria se encontra agora regulada com maior consolidação normativa⁸, singulariza o modelo brasileiro a mescla entre a escassez de normas legais e a vagueza e a imprecisão daquelas existentes⁹, de um lado e, de outro, uma ampla base regulamentar.

Essa base regulamentar foi solidificada pela competência atribuída à Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹⁰, para regulamentar os fundos de investimento, a qual viabilizou “as bases para o sólido desenvolvimento do mercado”¹¹. Após a previsão na Lei 6.385/76, modificada pela Lei 10.303/2001, várias alterações foram introduzidas no Código Civil brasileiro por meio da Lei 13.874/2019, dita “Lei da Liberdade Econômica”, a qual criou um Capítulo, ainda que extremamente sucinto e lacunoso, para disciplinar os fundos de investimento. Os deveres dos investidores e dos agentes (administradores e outros prestadores de serviço), continuam

⁷ A expressão é de YAZBEK, Otávio. A Lei 13.874/2019 e os Fundos de Investimento, p. 551.

⁸ A Lei ora vigente é a Lei 16/2015, de 24 de fevereiro de 2015, que recebeu, posteriormente algumas alterações, aprovou o novo Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC) e promoveu essa consolidação. Este “substitui e unifica a legislação anterior em matéria de organismos de investimentos mobiliários e imobiliários, revogando o DL n. 63-A-2013, de 10 de maio, e o DL n. 60/2002, de 20 de Março” (Para essas notas: CÂMARA, Paulo. Os Organismos de Investimento Coletivo em Portugal. In: *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*. Ed. Almedina – Brasil – IDSVM, 2016, pp. 130-131. Ainda: VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de investimento colectivo sob forma societária – um novo tipo societário? In: *RDS VIII* (2016), 2, pp. 385-426. Vide, adiante, nota 19.

⁹ “(...) o atual regime legal dos fundos de investimento é marcado pela escassez de normas e pela vagueza daquelas existentes, falhas que se tentou suprir, em especial a partir de 2001, por uma ampla base regulamentar”. Assim: YAZBEK, Otávio. A Lei 13.874/2019 e os Fundos de Investimento, p. 553. Também acentua a lacunosidade legal e o seu suprimento pela regulamentação infralegal, pela CVM: VIO, Daniel de Avila. Comentário ao artigo 1.368-C. In: CUNHA FILHO, Alexandre J. Carneiro da et ali. *Lei da Liberdade Econômica Anotada*. Vol. 2, p. 303.

¹⁰ A CVM é autarquia federal criada pela Lei n. 6.285/1976 e vinculada ao Ministério da Economia, destinando-se a regular e a fiscalizar o mercado de valores mobiliários Sua competência para regulamentar os fundos de investimento se deve à Lei 10.303/2001 que, modificando a Lei 6.385/76, conferiu à CVM competência regulatória sobre os fundos de investimentos, cujas cotas passaram a ser consideradas valores mobiliários.

¹¹ YAZBEK, Otávio. A Lei 13.874/2019 e os Fundos de Investimento, p. 552.

a ser especificados nas normas promanadas pela CVM, por expressa remissão estabelecida no parágrafo 2.º do artigo 1368-C¹². Mas o que dizer quanto às consequências – na ordem civil – da infração dos deveres por administradores e demais prestadores de serviço em face do titular de unidade de participação (quotista, para o léxico brasileiro)?

Essa é a questão que nos anima neste estudo e em vista da qual assentamos um ponto de partida metodológico. No nosso modo de ver, em face do modelo adotado no Direito brasileiro para a disciplina dos fundos de investimento e a proteção do investidor contra danos que lhes possam ser causados pelos administradores e outros prestadores de serviço, é necessária a conjugação entre as regras situadas, em caráter central, no Código Civil brasileiro, as regras específicas, promanadas pela CVM (sendo essas em larga medida inspiradas no modelo de regulação do mercado de capitais norte-americano¹³). Devem, ainda, servir como *topoi* para o qual há o reenvio das cláusulas gerais de responsabilidade do Código Civil, as regras editadas, em modelo de autorregulação, as orientações da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), entidade privada formada por agentes do mercado mobiliário¹⁴, sem esquecer, naturalmente, na apreciação de cada caso concreto, das regras postas nos particulares regulamentos dos fundos em questão.

Na composição entre regras providas dessas diferentes fontes¹⁵, traceja-se modelo distinto daquele vigente em Portugal. Embora tenham surgido, do ponto de vista histórico, na mesma época em ambos os países¹⁶, os fundos de investimento logo

¹² Artigo 1.368-C, § 2.º: “Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo”.

¹³ Este é um ponto pacífico entre os estudiosos, especialmente no que toca às regras de *disclosure* e à obrigação permanente de informação a que estão sujeitos os agentes.

¹⁴ Vide o respectivo Estatuto em: <https://www.anbima.com.br/data/files/90/10/79/B2/92DE9710E00D9D97882BA2A8/Estatuto%20Social%20ANBIMA%2008-06-21.pdf>.

¹⁵ Essa tentativa é ora feita sem escamotear os delicados problemas advindos da composição entre normas de Direito Público e de Direito Privado, para os quais aponta FIGUEIREDO, André. In: *O Negócio Fiduciário Perante Terceiros*, p. 491-506.

¹⁶ No Brasil a primeira experiência relevante é dos finais dos anos 1950, passando a contar desde então com disciplina regulamentar desde a Portaria do Ministério da Fazenda n. 309/1959, tendo merecido a primeira previsão legal na Lei 4.728/1965 (arts. 49 e 50), alterada, para o que ora concerne, pela Lei 10.303/2001. Em Portugal, os fundos de investimento foram criados pelo Decreto-Lei 46.342, de 20 de maio de 1965, que estabeleceu o seu primeiro regime jurídico, ao qual se seguiram outros Decretos-Lei, inclusive para operar a transposição das numerosas Diretivas europeias, atualmente vigendo a Lei 16/2015, de 24 de fevereiro de 2015, com sucessivas alterações, a última das quais pela Lei 50/2020, de 25 de agosto de 2015. (Para essas notas, quanto à regulamentação brasileira, *vide*: PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como*

receberam, em Portugal, disciplina legislativa. Ademais, como explica Paulo Câmara, no Brasil, a autoridade mobiliária tem maior relevo na produção de regulamentação, dado que em Portugal “a harmonização legislativa europeia reduz sensivelmente na prática o espaço conformador regulamentar”¹⁷. Há significativas diferenças também no conteúdo normativo, e não apenas na forma de o regulamentar¹⁸.

Como as vantagens da comparação jurídica operam, primordialmente, pelo contraste entre as *diferenças*, e não por uma (por vezes anacrônica ou forçada) busca por *semelhanças*, pensamos valer a pena expor, ao leitor português, o sistema vigente no Brasil, tendo como eixo de nossa análise a preocupação com a proteção do investidor contra certos riscos a que estão sujeitos, mormente quando alocam seus recursos a um fundo de investimento em direitos creditórios, conhecidos no Brasil pela sigla FIDC.

Para a compreensão do sistema de proteção ao investidor¹⁹ que aplica recursos em um FIDC parece-nos necessário ter em mente, ainda que em grandes linhas, os traços que singularizam os fundos de investimento: suas funções e espécies e os riscos normais (“álea normal do negócio”) aos quais estão sujeitos os investidores (Primeira Parte). Após, será necessário averiguar os deveres e as responsabilidades dos agentes que atuam num FIDC, situando, por fim, suas consequências quando se caracteriza sua infração (Segunda Parte).

proteção do investimento conforme novas Instruções CVM 554, 555 e 558. São Paulo: Quartier Latin, 2016, sobretudo p. 21-111; e VIO, Daniel de Avila. Comentário ao artigo 1.368-C., p. 302 e ss.; portuguesa, vide: LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes. Fundos de investimento. In: *Revista de direito financeiros e dos mercados de capitais*. Coimbra: Almedina, 2021, p. 621-639; VEIGA, Alexandre Brandão. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário: Regime jurídico*, p. 29-30 e CÂMARA, Paulo. Os Organismos de Investimento Coletivo em Portugal, p. 130-131.

¹⁷ CÂMARA, Paulo. Os deveres dos intermediários financeiros: uma leitura luso-brasileira. In: MENEZES CORDEIRO, A. Barreto; SATIRO, Francisco (Coords.). *Direito dos valores mobiliários e dos mercados de capitais: Angola, Brasil e Portugal*. Coimbra: Almedina, 2019, p. 319.

¹⁸ Vide, *infra*, referências sobre as distintas formas jurídicas.

¹⁹ “O termo ‘proteção dos investidores’ significa o suporte jurídico aos investidores em mercados de negociação pública, por meio de determinadas medidas impostas a emissores listados/registrados de valores mobiliários, variando desde o *disclosure* mandatário até reformas de governança e restrições regulatórias. Nesse sentido, investidores são detentores (passivos) de valores mobiliários, que entram no e deixam o mercado ao adquirir e vender valores mobiliários. Em termos gerais, a proteção do investidor visa essencialmente a assegurar a precificação adequada dos valores mobiliários, adicionalmente a, no cenário ideal, controlar a qualidade dos valores mobiliários negociados, ao filtrar emissores de baixa qualidades dos mercados” (Assim: DUFLOTH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimentos*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 1).

2. Os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (“FIDC”) em perspectiva funcional

Os fundos de investimentos são considerados um dos institutos que exerceram “maior influência, dinamismo e poder de transformação na economia brasileira nas últimas décadas”²⁰, contribuindo para a formação de poupanças privadas e para o direcionamento de recursos para as mais variadas atividades econômicas²¹. São atualmente os maiores acionistas das companhias abertas brasileiras²², caracterizando-se por serem um importante mecanismo de investimento coletivo²³ do mercado de capitais. Esse sucesso advém, dentre outros fatores²⁴, de sua função precípua (i), não devendo ser descurados, todavia, os riscos a que estão sujeitos os investidores em razão de fatores ínsitos à atividade de investir no mercado (ii).

2.1. A função precípua

Originários de países de *common law*, e fundados historicamente no *trust*, os fundos de investimentos constituem mecanismo de conjunção de recursos (“comunhão de recursos”) de investidores que visam a obter uma gestão profissional dos seus valores, atuando, mais propriamente, como veículo de intermediação financeira, de modo a se afirmar não serem essas figuras nada mais do que “*avenues through which investors may obtain the benefit of the advisers’ services and expertise*”²⁵.

²⁰ DUFLOTH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimentos*, p. 15.

²¹ OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimentos. In: *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundo de investimentos*. V. 5. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2021, p. 13.

²² SÁ, Rafael Vieira de Andrade de. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimentos: origem, fundamentos e perspectivas*. Dissertação de mestrado. FGV-SP, 2021, p. 15.

²³ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Os deveres e a responsabilidade do administrador, consultor e agente de crédito de um fundo. In: *Novos pareceres*. São Paulo: Singular, 2018, pp. 1.333-1.359.

²⁴ Carlos Portugal Gouvea sublinha a relevância das vantagens tributárias conferidas aos fundos de investimento, em comparação com aquelas atribuídas às sociedades anônimas, assinalando: “É possível notar, portanto, que os benefícios tributários foram centrais para a adoção generalizada da forma condominial, que foi posteriormente fixada na base regulamentar e legislativa”. (GOUVEA, Carlos Portugal. Fundos de Investimento na Lei de Liberdade Econômica. In: MARTINS-COSTA, Judith. NITSCKE, Guilherme (org.). *O Direito Privado na Lei de Liberdade Econômica*. Em vias de publicação).

²⁵ Krug, Anita. *Investment company as instrument: the limitations of the corporate governance regulatory paradigm*. *Southern California Law Review*, v. 86. 2013, p. 313, disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2131461.

De fato, em seu nascedouro está a necessidade prática dos agentes econômicos de diversificar portfólios sem defrontar-se com os problemas da ausência *de expertise* na gestão de recursos financeiros. Para tanto, os recursos de investidores são reunidos sob os cuidados de um gestor profissional, apto, em linha de princípio, a dimensionar e a administrar riscos por meio da diversificação da carteira do fundo em diferentes modalidades de investimento²⁶. Esse, em conformidade com o regulamento aprovado, se encarrega de aplicá-los em determinados ativos, com vistas a proporcionar rendimentos ao capital investido por um conjunto de investidores, com a segurança de ver seu patrimônio administrado por quem tem *expertise* para tanto. Traduzem, pois, uma das muitas manifestações do adágio “a união faz a força” (desde que a força seja empregada em benefício dos investidores)²⁷, também expresso em outros institutos jurídicos: pela reunião de muitos, resta viabilizado o ganho de escala proporcionado aos investidores que podem pelo fundo, aceder a instrumentos financeiros em condições que dificilmente lograriam obter sozinhos.

De fato, para que se maximizem as chances de alcançar um retorno sobre o capital investido, a dinâmica do mercado exige uma estratégia de investimento, a qual ocorre principalmente por via da administração e da prestação de serviços especializados – *i.e.*, realizados por profissionais que dispõem de projeções, estudos, conhecimento e experiência no segmento das aplicações financeiras²⁸. O sucesso na gestão de recursos mediante aplicações financeiras por outrem relaciona-se com um intrincado jogo de tarefas e *expertise* necessários a concretizá-la. Essa gestão inclui a identificação e a compreensão dos investimentos disponíveis no mercado (como o acompanhamento de toda a carga de informação disponibilizada que possa interferir na performance dos produtos financeiros) e a análise dos riscos de cada investimento²⁹, bem como outras várias atividades conexas e igualmente complexas. Exige também um bem articulado sistema de “freios e contrapesos” apoiado em regras de segregação que servem para aperfeiçoar controles, mitigando a ocorrência de fraudes e desvios de conduta, tarefa realizada pela CVM cujas normas são normalmente reproduzidas nos regulamentos dos fundos de investimento.

²⁶ OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimentos, p. 13

²⁷ VEIGA, Alexandre Brandão. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário: Regime jurídico*, p. 23.

²⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 122.

²⁹ DUFLOTH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimentos*, p. 15.

O instituto jurídico que viabilizou a sua *recepção adaptativa*³⁰ na lei brasileira foi o condomínio, base sobre a qual se juntaram as regras advindas da autoridade regulatória do mercado de capitais. Esse é um ponto no qual, quer no tocante à forma de reger, quer quanto ao conteúdo regrado, distanciam-se ambos os sistemas, o português e o brasileiro, a começar pelas distintas qualificações jurídicas oferecidas aos organismos coletivos de investimento.

Apesar do forte debate doutrinário e de consistentes críticas à escolha da forma condominial³¹, o Código Civil brasileiro, alterado, no particular, pela Lei 13.874/2019 reiterou essa qualificação, apodando-o, porém, de “condomínio especial”³², constitutivo de uma universalidade patrimonial autônoma³³. Bem se alerta para o fato de a fixação na Lei dessa forma jurídica ter consistido em uma “oportunidade perdida para corrigir de forma permanente”³⁴ a discrepância que implica efeitos quanto à disciplina da responsabilidade, o estabelecimento de sua limitação restando relegada ao próprio regulamento dos fundos. Além do mais, o adjetivo “especial”

³⁰ Como têm acentuado a literatura afinada com o entendimento do comparatista italiano Rodolfo Sacco, é impensável e impraticável o mero transplante, sem mediações, na medida em que todas as práticas e institutos jurídicos estão inelutavelmente vinculados “à un arrière-plan informulé incorporant des savoir-faire implicites”. (LEGRAND, Pierre. *Le Droit Comparé. Coll. Que sais-je ?* Paris: PUF, 1999, p. 16. Ver ainda: SACCO, Rodolfo. *Introduzione al diritto comparato*. 4. ed. Torino: G. Giappichelli, 1990).

³¹ BECKER, Bruno Bastos. *Fundos de Investimento no Brasil: anatomia funcional e análise crítica regulatória*. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019, p. 138; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

³² A qualificação jurídica dos fundos de investimento no sistema jurídico brasileiro sempre causou controvérsias havendo diversas correntes que tentam explicá-la: Teoria Condominial, Teoria Societária, Teoria da Propriedade Fiduciária (ver: FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005; e CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídicos dos fundos de investimentos*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 183-202). A razão de tamanha perplexidade na matéria provém justamente de os fundos de investimento decorrerem de instituto típico da *common law*, de transplante delicado aos sistemas da família romano-germânica. Todavia, no âmbito legislativo e regulamentar, fundos de investimento sempre foram definidos como condomínios (e.g., Portaria 309, de 10 de novembro de 1959 do Ministério da Fazenda; artigo 50 da Lei n. 4.728/65; artigo 3.º da Instrução CVM n. 555, de 19 de dezembro de 2014). Atualmente, seguindo as críticas levantadas pela doutrina e jurisprudência, estabeleceu-se serem os fundos “condomínio de natureza especial”, segundo artigo 1.368-C do Código Civil, incluído pela Lei n. 13.874/2019.

³³ OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimentos, p. 19.

³⁴ GOUVEA, Carlos Portugal. Fundos de Investimento na Lei de Liberdade Econômica.

aposto à qualificação como condomínio, pretendeu (inutilmente, ao nosso ver) equacionar à discrepância entre forma, estrutura e função. A preencher a vagueza e a indeterminação da expressão “especial” que agora qualifica a natureza condominial dos organismos de investimento seria preciso um trabalho doutrinário que, reconhecendo a ampla possibilidade de conformação da fidúcia originada no direito dos *trusts*, melhor sistematizasse e orientasse acerca das questões atinentes à limitação de responsabilidade.

Na forma como previsto no Código Civil brasileiro, o “condomínio especial” anunciado no art. 1.368-C configura modalidade de copropriedade, a qual excepciona a disciplina geral traçada no Código Civil ao condomínio voluntário (artigos 1.314 a 1.322) pela incidência das regras ora contidas em um Capítulo X, acrescentado ao Livro III (Do Direito das Coisas) composto por quatro artigos (1.368-C a 1.368-F). Como especificidades, têm patrimônio autônomo, separado do patrimônio da administradora e imune aos efeitos de eventual insolvência desta; contabilidade específica; capacidade de representação³⁵ e administração “por uma espécie de *trustee*”³⁶, isto é, de pessoa adstrita a agir no interesse exclusivo dos investidores.

O regramento ora vigente não afasta a competência da CVM, antes a reafirmando ao determinar caber à autarquia a disciplina dos fundos (artigo 1.368-C, par. 2.º), igualmente reafirmando a sua *função precípua*: alocar a poupança coletiva, permitindo aos investidores ter acesso à administração especializada de seu patrimônio mobiliário³⁷, com vistas à diversificação dos riscos dos investimentos³⁸.

Em Portugal, diversamente, os organismos de investimento coletivo (OIC) podem se qualificar ou como patrimônios autônomos (forma adequada à sua natureza fiduciária) ou podem assumir forma societária, sob a forma obrigatória de sociedade anônima, como previsto pelo Regime Geral dos Organismos Coletivos (RGOIC) aprovado pela Lei 16/2015, de 24 de fevereiro. Cogita-se se haveria, ou

³⁵ Tradicionalmente, a capacidade é reconhecida ao condomínio, embora não tenha personalidade jurídica. Se há administrador, o condomínio responde como sujeito de direito, pois, consabidamente, embora todas as pessoas sejam sujeitos de direito, o inverso não é verdadeiro. (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo I. Atualizado por: MARTINS COSTA, Judith; HAICAL, Gustavo; e FERREIRA DA SILVA, Jorge Cesa. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 261-262 (notas de atualização).

³⁶ CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário. Alienação Fiduciária*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 363.

³⁷ CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.). *Comentários à Lei de Mercados de Capitais: Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 64.

³⁸ É o que se deduz do artigo 1368-C, *caput*, segundo o qual o fundo de investimentos se destina “à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”.

não, um “novo tipo societário”, sub-tipo de sociedade anônima, em face às dificuldades de encaixe, puro e duro, desses organismos, no modelo geral das sociedades anônimas, seja no tocante ao “regime híbrido” das sociedades de investimento coletivo (adstritas a seguir o regime da RGOIC e ainda o do Código das Sociedades Comerciais³⁹), seja porque a distinção não é apenas de etiqueta, mas de estrutura: careceriam esses organismos de alguns elementos do tipos sociedade.

Nos organismos de investimento coletivo sob forma societária, por exemplo, o risco é assumido essencialmente pelos acionistas, pelo que “perde relevância o princípio da intangibilidade do capital social”. Ademais, “a prevalência do interesse dos acionistas eclipsa a tutela dos credores”, assegurada pelo Código das Sociedades Comerciais⁴⁰. Essa prevalência se explica na medida em que o fundo é voltado a defender, “mais que accionistas de sociedades, investidores no mercado de valores mobiliários”⁴¹. Se confundido com uma sociedade, essa estaria transformada “praticamente em mero instrumento de investimentos”⁴², consistindo pois, mais propriamente, em “sub-tipo de sociedade anônima”⁴³.

Ambos os sistemas, o brasileiro e o português, convergem na definição funcional: fundos servem, basicamente, para permitir “o aforro coletivo segundo um princípio de divisão de riscos”⁴⁴, colocando a união de recursos destinados à aplicação em títulos e valores mobiliários⁴⁵ sob gestão profissional, a ser exercida no interesse exclusivo dos investidores. A essa função ajuntam-se ainda outras que podem exercer, *e.g.*: como instrumento para financiamento de projetos, investimentos em *private equity*, estruturação patrimonial de grupos societários e securitização, do inglês *securization* (dita, em Portugal, mobilizarização, ou titularização, do francês *titrisation*) dentre outras operações⁴⁶ exercidas conforme as suas várias modalidades

³⁹ VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de investimento colectivo sob forma societária, p. 385-426.

⁴⁰ VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de investimento colectivo sob forma societária, pp. 385-426.

⁴¹ VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de investimento colectivo sob forma societária, pp. 385-426.

⁴² VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de investimento colectivo sob forma societária, pp. 385-426.

⁴³ VIEIRA, Ana Isabel. Organismos de investimento colectivo sob forma societária, pp. 385-426.

⁴⁴ CÂMARA, Paulo. Os Organismos de Investimento Coletivo em Portugal, p. 129.

⁴⁵ Assim definem atos normativos do Conselho Monetário Nacional brasileiro.

⁴⁶ Segundo José Alves Ribeiro Jr, pesquisa da ANBIMA (à qual não tivemos acesso) lista quatro tipos de objetivos perseguidos com a constituição de tais fundos, a saber: a captação de recursos por uma empresa; o financiamento a fornecedores/clientes, em que a figura central da estrutura envolvendo o FIDC não são os cedentes, mas o devedor de direitos creditórios; a centralização de caixa em grupos econômicos (grupo societário de facto); viabilização de projetos de infraestrutura. (RIBEIRO JR, Jose Alves. Securitização via FIDC: impactos da reforma introduzida pela ICVM n. 531. In. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*. São Paulo: Almedina Brasil, maio de 2016 vol. 3, p. 184).

(*v.g.*, Fundos de Renda Fixa, incluindo os denominados Referenciados, de Dívida Externa e de Curto Prazo; Fundos Cambiais; Fundos de Ações; Fundos Multimercado)⁴⁷ e pelos fundos dotados de regulamentação própria, como o Fundo de Investimentos em Participações (FIP); o Fundo de Investimento Imobiliário (FII) e o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

Estes – os FIDCs – tem, precipuamente, a função de *securitização*⁴⁸ de *recebíveis*, a qual é alcançada por meio da utilização de determinado fluxo de caixa futuro (*i.e.*, direitos creditórios ou *recebíveis*⁴⁹) como lastro para emissão de valores mobiliários⁵⁰, sendo esse o traço que os singulariza em face dos demais fundos de investimento⁵¹.

Tal qual os demais fundos de investimento, um FIDC constitui uma comunhão de recursos, organizada sob a forma de condomínio especial⁵², com autonomia patrimonial. Dentre as especificidades está a destinação de parcela superior a 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido à aquisição de direitos creditórios.

⁴⁷ No Brasil, todas essas modalidades são disciplinadas pela Instrução CVM 555/2014. Aos fundos dotados de regulamentação própria, se aplicam respectivamente, às Instruções CVM 578 de 2016, 472 de 2008 e 356 de 2001. Embora regida por “regulamentação própria”, a disciplina dos deveres e responsabilidade dos administradores e gestores dos fundos de investimentos em direito creditório também se aplicam aos referidos fundos, uma vez que, o artigo 1º da Instrução CVM 555/2014 determina que seu âmbito de aplicação se refere a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM. Na vigência, contudo, da Instrução CVM n. 409 de 2004, era prevista, em seu art. 1º parágrafo único, a exclusão de alguns fundos, dentre eles o FIDC. Mesmo com tal previsão, a doutrina, na altura, entendia que as diretrizes gerais da Instrução CVM 409/2004 a respeito dos deveres e responsabilidades dos administradores se aplicavam também aos FIDCs. (LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. Os deveres e a responsabilidade do administrador, consultor e agente de crédito de um fundo, p. 1.340).

⁴⁸ Como explica José Alves Ribeiro Jr., o anglicismo provém de *securization*, o qual, por sua vez, deriva de *securty*, valor mobiliário. O termo poderia ser traduzido como “valor mobiliário”. (RIBEIRO JR, Jose Alves. Securitização via FIDC: impactos da reforma introduzida pela ICVM n. 531, pp. 176-177).

⁴⁹ Vide Instrução CVM 356/2001, art. 2º, inciso III e Instrução CVM n. 444 de 2014, art. 1º, § 1.º.

⁵⁰ PEREIRA, Evaristo Dumont de Lucena. Fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC): um veículo para securitização de créditos tributários. In: FREITAS, Bernardo; VERSIANI, Fernanda Valle (Coord.). *Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. Na jurisprudência, vide STJ. 4ª T. REsp 1.634.958/SP. J. em 06.08.2019.

⁵¹ Tendo em vista a demanda por securitizações “cada vez mais atípicas, mais ainda assim legítimas”, observa Yazbek, previu-se, ainda, que o FIDC-NP (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados), de acesso mais restrito que os demais FIDCs e regulados pela Instrução CVM n. 444/2006. (YAZBEK, Otávio. A lei n. 13.874/2019 e os fundos de investimento, p. 556).

⁵² É forte a semelhança entre esses fundos e os fundos de titularização de créditos, previstos no artigo 3.º, “a”, do Decreto-lei n. 453/99, do Direito português, também organizado sob a forma de condomínio. Há diferenças, contudo, no que toca à limitação da responsabilidade dos titulares das unidades de titularização ao valor subscrito pelos respectivos investidores. (Assim: RIBEIRO JR, Jose Alves. Securitização via FIDC: impactos da reforma introduzida pela ICVM n. 531).

São assim compreendidos “os créditos originados de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços bem como os de *warrants* e de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura”⁵³.

Esses direitos creditórios devem ser custodiados por instituição credenciada na CVM, sendo o fundo administrado por banco múltiplo, comercial ou de investimento; pela Caixa Econômica Federal, ou sociedades de crédito, financiamento e investimento, corretora ou distribuidora de títulos e valores. Os direitos creditórios podem ser cedidos por meio da transferência, pelo cedente (credor originário ou não) de seus direitos creditórios para o FIDC⁵⁴.

Por meio de cessão, os FIDCs adquirem os direitos creditórios de uma empresa originária, com determinado desconto no valor nominal destes recebíveis, permitindo à empresa originária adaptar seu fluxo de caixa com a antecipação desses valores. Após o adimplemento desses direitos creditórios, averiguar-se-á a rentabilidade do FIDC, proveniente da diferença entre os valores pagos pelos recebíveis e os valores integralmente recebidos pelo fundo quando da liquidação dos direitos creditórios pelos seus devedores⁵⁵.

Essa brevíssima indicação da estrutura e da função exercida por um FIDC no Direito brasileiro já permite perceber que o “produto fundo”, inserido no mercado de capitais – portanto, por definição, um mercado volátil e sujeito às modificações de conjuntura econômica nacional e internacionalmente determinadas –, tem riscos próprios ou aquilo que, na doutrina civilista, se convencionou denominar “álea normal do negócio”, cuja determinação é essencial para a distinção entre os riscos cujas consequências, no caso de sua realização, podem ou não ser imputados à sua administração, entendida latamente. Bem detectá-la é passo antecedente e necessário ao apontamento dos deveres e responsabilidades dos agentes que intervêm na prestação, *lato sensu* considerada, devida aos investidores por administrador, gestor, custodiante, depositário e cobrador de créditos⁵⁶.

⁵³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico, p. 148.

⁵⁴ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico, p. 150.

⁵⁵ PEREIRA, Evaristo Dumont de Lucena. Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC): um veículo para securitização de créditos tributários. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coord.). *Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 232.

⁵⁶ Os FIDCs são compostos por diversos *players*, porém, nesse estudo, serão somente analisadas as atribuições e funções do administrador, gestor e custodiante.

2.2. Os riscos próprios do negócio

Conquanto qualquer investimento implique uma gama considerável de riscos que, em princípio, são suportados pelo investidor, fácil é perceber, diante da função de securitização de recebíveis exercida, precipuamente, pelo FIDC, o principal risco a que estão sujeitos os seus participantes: o risco do inadimplemento relacionado aos *recebíveis*⁵⁷, sendo, esse, risco endógeno por excelência. Acrescem, ainda na área de risco normal, os riscos de crédito⁵⁸; os riscos de liquidez⁵⁹, e os riscos de mercado⁶⁰, podendo inclusive os investidores serem responsáveis pelo patrimônio líquido negativo do fundo.

Como investidores, administradores e gestores (*lato sensu* considerados) estão ligados por vínculo contratual, cabe chamar os princípios e as noções centrais estruturantes da disciplina contratual, dentre os quais a noção de “álea normal do negócio” ou “risco inerente”. Essa noção, cujas origens se fundam na elaboração do Direito Intermédio⁶¹, foi deduzida ao longo dos séculos pela civilística ao tratar dos problemas gerados pelas perturbações da relação obrigacional, vinculando-se aos *riscos alocados ao tipo* contratual e às noções, conexas, de *normalidade* e *imprevisibilidade*.

Aleatório é o contrato no qual o evento futuro incerto incide sobre o “resultado útil do contrato”⁶². A álea típica dos contratos aleatórios encerra, assim, um evento incerto do acaso que, por sua natureza (loteria, jogo e aposta) ou por escolha das partes (compra e venda de coisa futura que possa não vir a existir ou possa existir

⁵⁷ DUFLOTH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimentos*, p. 33.

⁵⁸ *Risco de crédito* diz respeito à possibilidade de o emissor do título não honrar o seu resgate, implicando perdas aos fundos (ROCHA, Tatiana Nogueira. *Fundos de investimentos e o papel do administrador*. São Paulo: Textonovo, 2005, pp. 118-120).

⁵⁹ *Riscos de liquidez* “caracterizam-se, primordialmente, pela hipótese de baixa ou eventual inexistência de demanda pelos ativos integrantes da carteira de fundo de investimento. Em alguns casos, para ser possível a alienação dos ativos, far-se-á necessária a concessão de elevados descontos, o que prejudica a rentabilidade e o valor das cotas dos fundos de investimento” (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 148), estando diretamente relacionados aos debates pós crise (YAZBEK, Otavio. Prefácio do livro: DUFLOTH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimentos*, [s.p.]).

⁶⁰ “Os riscos de mercado podem inclusive ser acentuados em razão da utilização de instrumentos de derivativos. Com efeito, é possível observar que a forma de exposição aos riscos de mercado estará estreitamente ligada à classe e à política de investimentos dos fundos” (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*, p. 148).

⁶¹ Para uma síntese: BIROCCHI, Italo. *Rischio* (dir.interm). *Enciclopedia del Diritto*. Vol. XL. Milano, Giuffrè, 1989, p. 1134-1135.

⁶² SCALFI, Gianguido. *Corrispettività e alea nei contratti*. Milano: Istituto Editoriale Cisalpino, 1960, p. 189-192.

em qualquer quantidade; investimentos), passa a integrar a economia do contrato, assumindo força constitutiva e conformando decisivamente a equação contratual.

O adjetivo “normal”, quando conotado a “risco contratual” indica aquilo que regularmente ocorre; o que se deduz da função do tipo negocial; o que é aceito sem sobressaltos, porque assim costuma ocorrer (*id quod plerumque accidit*). Já “imprevisível” (ou “extraordinário”) é termo a ser compreendido em seu sentido normativo, e não naturalista: é o que a uma pessoa razoável, do mesmo setor econômico no qual se situa a operação instrumentalizada pelo contrato, e tendo em conta o que normalmente ocorre naquele tipo de contrato e de operação, poderia prever no momento da contratação à luz da condição das partes, do contrato e do mercado.

Não há, a rigor, o previsível absolutamente *in abstracto*, devendo ser considerados, como parâmetros à sua concreção, o grau de especificidade (tipo de fato) e de probabilidade (chance de ocorrer) do evento superveniente tido por imprevisível, cabendo razão a Sacco e De Nova quando anotam ser imprevisível o que a parte não vê razão em crer com base no critério da normalidade⁶³ ou – se poderia ajuntar – no postulado normativo da razoabilidade⁶⁴. A previsibilidade, pois, não é nem qualidade do fato nem concreta possibilidade do contratante, de prever o fato. Trata-se da previsibilidade possível a uma pessoa razoável, avaliada segundo o ramo de atividade na qual se insere a obrigação discutida; e trata-se dos efeitos econômicos do fato não previsto, na medida em que, abstratamente, qualquer evento extraordinário é previsível de modo genérico⁶⁵.

Se assim o é, fácil é concluir que inexistente contrato sem álea⁶⁶, valendo essa afirmação inclusive – o que não é um paradoxo – para os contratos aleatórios. Estes não são caracterizados simplesmente pela presença de um risco a condicionar o efetivo proveito econômico a ser obtido mediante o contrato. O que os singulariza é o fato de um ou mais riscos integrarem a sua estrutura, sendo previstos desde logo pelas partes, as quais assumem obrigações cuja determinação está sujeita a um evento incerto⁶⁷. Esta é a razão pela qual é possível detectar mesmo nos contratos

⁶³ SACCO, Rodolfo; DE NOVA, Giorgio. *Il contratto*. Tomo II. 3ª ed. Torino: UTET, 2004, p. 709.

⁶⁴ Para a noção de ‘postulado normativo’, ver, por todos: ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 19ª ed. São Paulo: Malheiros, 2019, p. 209.

⁶⁵ Assim se escreveu em MARTINS-COSTA, Judith; SILVA, Paula Costa e. *Crise e perturbações no cumprimento da prestação: estudo de direito comparado luso-brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2020 pp. 203-204.

⁶⁶ GRUA, François. Les effets de l’aléa et la distinction des contrats aléatoires et des contrats commutatifs. *Revue trimestrielle de droit civil*, p. 263-287, 1983, p. 267.

⁶⁷ Sobre risco e contrato aleatório, remetemo-nos à MARTINS-COSTA, Judith. Contratos de derivativos cambiais. Contratos aleatórios. Abuso de direito e abusividade contratual. Boa-fé objetiva. Dever

aleatórios qual é a sua “álea normal” ou “típica”. A álea pode, portanto, variar de extensão, havendo contratos aleatórios com álea normal limitada e contratos com álea normal ilimitada, o crivo residindo no fato de a indeterminação se situar na sua função ou causa final.

Os prestadores de serviços de administração e gestão devem escolher, selecionar, negociar os ativos que irão compor a carteira; devem procurar a máxima rentabilidade; evitar práticas que possam ferir a relação de confiança que os une. A equação contratual supõe, constitutivamente, que essa rentabilidade possa não vir a existir, ou vir a existir em menor quantidade, ainda que os serviços de administração e gestão tenham sido prestados com a máxima diligência. Os riscos contidos nos limites da inerência ou normalidade, considerado o mercado de atuação do fundo de investimento, não são imputáveis aos administradores e/ou gestores, recaindo sobre os investidores. A “alocação do risco de desempenho da carteira recai sobre o investidor”⁶⁸.

Porém, os contratos que vinculam investidores aos agentes de um FIDC não têm álea normal *ilimitada*. Sua álea normal é circunscrita aos riscos acima apontados, isto é, aos riscos do mercado e aos que lhe são conexos. É o que está no parágrafo 2º art. 1.368-D do Código Civil brasileiro, segundo o qual “a avaliação da responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços”.

O enunciado legal introduz os critérios para a sua concreção, quais sejam, (i) a inerência, ou normalidade do risco; (ii) considerada a área de atuação do fundo de investimento em vista, e não do “mercado em geral”; e (iii) a natureza de seus serviços, isto é, de sua prestação, qualificável como obrigação de meios, e não de resultados. Esses três critérios circunscrevem a abrangência da “zona de risco próprio” a esse negócio, bem como apontam aos limites de sua responsabilidade.

Aos investidores, porém, não são imputados os riscos decorrentes do incumprimento das regras de conduta imputáveis àqueles agentes: caso contrário, estar-se-ia desvirtuando o tipo e as diretrizes legais e regulamentares da regulação do mercado de capitais, bem como abrindo a porta à tolerância com o ilícito e à imunização dos agentes frente aos danos ilicitamente causados aos investidores.

de informar e ônus de se informar. Teoria da imprevisão. Excessiva onerosidade superveniente. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo: V. 55, jan./mar. 2012, pp. 321-381.

⁶⁸ OLIVA, Milena e 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 e GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Inexecução das Obrigações. Pressupostos, Evolução e Remédios*. Vol. I. Rio de Janeiro: Processo, 2020, p. 672.

A proteção aos investidores e o combate a fraudes consistem diretrizes das mais importantes no que concerne à regulação do mercado de valores mobiliários no direito brasileiro⁶⁹, razão pela qual se tem enfatizado o caráter essencial da observância de políticas adequadas de análise de crédito nos FIDCs⁷⁰. Por outros termos, é central a ideia de a integridade e a diligência dos agentes do FIDC serem imprescindíveis na “avaliação e análise de riscos de inadimplência do titular dos créditos que serão adquiridos”⁷¹. Pense-se, nesse sentido, na aquisição, pelo fundo, de créditos que não apresentam os critérios de *elegibilidade* constantes do seu regulamento. Ou, ainda, na cessão do mesmo crédito para mais de um fundo; ou a conservação de recebíveis que já haviam sido pagos⁷², em desconformidade com os ditames do regulamento. Todas essas situações revelam, pelo mínimo, a negligência de quem os deveria administrar segundo “os princípios da probidade e boa-fé” (Código Civil, artigo 422), adotando os cuidados de um “comerciante ativo e probo” (Código Civil, artigo 1.011). Todas elas desbordam do risco normal do negócio. E todas podem gerar danos aos investidores.

Se, no desempenho de suas atividades, os agentes extrapolarem, culposamente, (isto é: com a falta da diligência devida) a álea normal, ou “risco próprio” do negócio, desse ato resultando danos aos investidores, atrairão a responsabilidade civil e poderão incorrer no dever de indenizar, sobretudo nas situações em que a estrutura delineada nas normas da CVM seja reproduzida no regulamento do fundo e nos contratos de prestação de serviço entre o fundo e terceiros, *v.g.*, contratos de prestação de custódia e cobrança de créditos, pois, vistas como um *conjunto significativo*, regras legais, regulamentares e contratuais conformam o sistema de tutela ao investidor.

Cabe, assim, examinar quais são os deveres a que estão subordinados administradores, gestores e custodiante, bem como a natureza de sua responsabilidade, avançando, oportunamente, sobre as consequências de sua violação.

⁶⁹ Cf. Lei n. 6.385/76, art. 4º, incisos III e IV. Ver: CEREZETTI, Sheila Christina Neder. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 115-131.

⁷⁰ DUFLOTH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimentos*, p. 33.

⁷¹ PARENTE, Norma Janssen. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.) *Tratado de Direito Empresarial: mercado de capitais*. V. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 266.

⁷² DUFLOTH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimentos*, p. 32.

3. Dos deveres e responsabilidades dos agentes de FIDC

Lidas conjuntamente as regras legais e regulamentares atinentes aos fundos de investimento e as regras centrais do Código Civil brasileiro acerca da responsabilidade por danos, perceber-se-á com clareza a conjugação entre a garantia da idoneidade e do bom desenvolvimento do mercado de capitais e a proteção do investidor, singularmente considerado, em face de prejuízos decorrentes das práticas ilícitas dos agentes do fundo (*i*). As consequências na ordem civil devem ser buscadas com apoio na responsabilidade de direito comum, a exigir a ilicitude, o nexó causal e o dano, e a imputação pela culpa (negligência) (*ii*).

3.1. Os deveres

Detectar os deveres a que estão submetidos administrador, gestor e custodiante de um FIDC perante os seus investidores significa, antes de mais, perquirir sobre a finalidade da imputação de deveres e de responsabilidades para os agentes do fundo, e especificamente: como se apresenta, *in concreto*, o vínculo entre o investidor e os que prestam serviços de administração, gestão e custódia? Em face desses vínculos, qual situação conflitiva é considerada pela norma como elemento do suporte fático a deslançar essa atribuição de responsabilidade?

Considerados genericamente, os fundos de investimentos são capazes de levar “ao extremo a dissociação clássica entre propriedade e controle”⁷³, situação esta que, de acordo com a obra seminal de Adolf Berle e Gardiner Means, alarga o potencial conflito de interesses entre os agentes⁷⁴. Tendo ampla discricionariedade na aplicação dos recursos, aos administradores do fundo não são imputadas as principais consequências das suas decisões, uma vez que são os investidores que arcarão diretamente com a perda do valor dos ativos financeiros⁷⁵. Outra não foi a razão pela qual voto

⁷³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 165, nota de texto 30.

⁷⁴ BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation & Private Property*. 3. printing. New Jersey: Transaction Publishers, 1999, [s.p.]. Essa é também a razão pela qual, em doutrina, já se advogou a natureza societária dos fundos de investimento. Esse entendimento, a nível de Direito positivo, já não se justifica em face da expressa afirmação acerca da natureza condominial, constante do artigo 1.368-C do vigente Código Civil brasileiro.

⁷⁵ Especificamente sobre o conflito de interesse nos fundos de investimento no Brasil, ver: RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Conflito de interesses nos fundos de investimento: aspectos polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda (Coord.). *Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 56-67; SÁ, Rafael Vieira

proferido por conselheira da CVM consignou: “as normas aplicáveis ao fundo de investimento presumem uma separação entre os proprietários e os gestores dos recursos do fundo”⁷⁶, visando a “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*”⁷⁷.

Direitos e deveres do administrador são imantados pela fidúcia⁷⁸ própria a toda atividade de gestão de bens e interesses alheios, novamente sendo perceptível, nesse traço, a *origem* histórica desses organismos, o *trust*⁷⁹, o qual, sendo universalidade patrimonial, carrega, inerentemente, limitação de responsabilidade. Os deveres fiduciários dos administradores de um *trust* e de um organismo de investimento coletivo podem, assim, ser aproximados por analogia, conquanto diversas sejam as funções precípua do administrador do *trust* (agir em prol do beneficiário) e o de um organismo de investimento coletivo (administrar os recursos alheios visando a proporcionar rendimentos ao capital investido e dispersando riscos). Justifica-se a analogia porque, imantados pela fidúcia, ambos os vínculos de administração implicam a gestão (*lato sensu*) do patrimônio de outrem⁸⁰.

Seja qual for a forma jurídica imputada ao organismo de investimento coletivo – condomínio especial, sociedade em comum⁸¹, sociedade anônima ou patrimônio autônomo – trata-se, inegavelmente, de uma relação fiduciária, a impor deveres

de Andrade de. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimentos: origem, fundamentos e perspectivas*, p. 35 e ss.

⁷⁶ Cf. CVM-PAS n. 15/09, de 28 de fevereiro de 2012.

⁷⁷ Cf. CVM-PAS n. 15/09, de 28 de fevereiro de 2012. Destaques nossos.

⁷⁸ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. V. 1. T. II. São Paulo: FGV, 2015, p. 351; LORIA, Eli. Responsabilidade civil do distribuidor de valores mobiliários (*underwriter*). In: *Pareceres em direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 85; CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n. 6.385/76*, p. 37; OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimentos, pp. 22-23.

⁷⁹ Sobre o *trust*, por todos, em língua portuguesa: MENEZES CORDEIRO, António Barreto. *Do Trust no Direito Civil*. Coimbra: Almedina 2014. Especificamente acerca dos negócios fiduciários e a gestão de valores imobiliários, vide: FIGUEIREDO, Andre. *O Negócio Fiduciário o Perante Terceiros. Com aplicação especial na gestão de valores mobiliários*.

⁸⁰ Acentua Chalhub a adoção, pela disciplina dos fundos de investimento, dos “princípios do negócio fiduciário”, bem como a instituição, por seu intermédio, de uma propriedade fiduciária para fins de administração de investimentos (CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*, p. 364).

⁸¹ Assim opina FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A natureza jurídica dos fundos de investimento*. pp. 186-215.

de máxima boa-fé. Conquanto as diferenças entre as diversas modalidades de relações identificadas como fiduciárias, parece não haver dúvida que “a pedra de toque deve ser colocada nos deveres, e não na relação em si, sob pena de as soluções preconizadas não se adequarem à realidade fática”⁸².

A comandar o interesse prevalente, vige a máxima: *tua res agitur*. Ao administrador, principal protagonista na construção de um fundo de investimento no sistema brasileiro⁸³, imputa-se, primeiramente, a responsabilidade pela aprovação do regulamento, consistente na sua lei máxima⁸⁴, bem como pelo exercício dos atos necessários à administração do fundo⁸⁵ e dos direitos inerentes aos direitos creditórios que integram a sua carteira⁸⁶. Estando os recursos dos investidores vinculados ao escopo de valorização das quotas, por meio de aplicação de recursos em carteira composta por direitos creditórios, certo é que essa aplicação deve ser feita em atenção às normas que determinam o agir com atenção, cuidado e discernimento exigível de um administrador diligente e esperto naquele tipo de mercado. Administrar o patrimônio alheio é uma concretização do princípio geral segundo o qual *influência e responsabilidade* devem corresponder-se⁸⁷, significando, assim, que os administradores estão fundamentalmente *obrigados* a exercer suas funções de acordo com o fim da confiança neles depositada⁸⁸, não podendo dispor do patrimônio dos investidores em seu detrimento.

⁸² MENEZES CORDEIRO, António Barreto. *Do Trust no Direito Civil*, p. 465.

⁸³ SÁ, Rafael Vieira de Andrade de. *O administrador como gatekeeper dos fundos de investimentos: origem, fundamentos e perspectivas*, p. 200.

⁸⁴ “O regulamento, elaborado em consonância com a Instrução CVM n. 409/04, é a lei máxima do fundo. (...) O regulamento é a expressão da vontade do cotista, é o reflexo do que ele espera do investimento” (Cf. PAS CVM N. RJ2012/6987. J. em 13 de agosto de 2013).

⁸⁵ Conforme o § 1.º do artigo 23 da Lei n. 6.385/76, a administração da carteira de valores mobiliários consiste na “gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente”.

⁸⁶ Cf. artigo 33 da Instrução CVM n. 356 de 2001: “A instituição administradora, observadas as limitações deste regulamento, tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e para exercer os direitos inerentes aos direitos creditórios que integrem a carteira do fundo”.

⁸⁷ FRANÇA, Erasmo Valladão. Dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle – Dever de maximização do valor das ações dos acionistas não controladores – Interpretação de estatuto de companhia aberta – Possibilidade de cumulação de OPAS. *Revista de direito mercantil*, v. 50, n. 158. São Paulo: Malheiros, abr./jun. 2011, p. 256, citando lições de Herbert Wiedemann.

⁸⁸ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. T. III. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, § 271, 1, p. 177, atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.

O primeiro dever é o de lealdade, “centro nevrálgico da relação fiduciária” e seu “elemento caracterizador”⁸⁹. A conduta do administrador, tal qual a do *trustee*, está pautada “por dois grandes princípios interligados e comumente denominados *de no conflict rules* e de *non profit rule*”. O primeiro veda todo o tipo de atuação da qual possa originar um conflito entre os seus interesses pessoais e os do beneficiário (investidor), enquanto a no *profit rule* impede-lhe “a obtenção de lucros através da posição que ocupa, salvo se previstos ou devidamente autorizados”⁹⁰. Para a sua apreciação, diz ainda António B. Menezes Cordeiro, “é irrelevante se o fiduciante agiu de boa ou de má-fé ou mesmo se os beneficiários lucram ou não com a atuação conflituosa”⁹¹. A regra “tem natureza absoluta”⁹², ampliando-se para outras situações, como, exemplificativamente, ocupar o fiduciário duas posições antagônicas. O segundo princípio, por sua vez, veda, taxativamente, que o fiduciário obtenha lucros resultantes da utilização dos bens constituídos em *trust* ou que decorram, direta ou indiretamente, da posição que ocupam, como, por exemplo, aproveitar-se de uma “oportunidade de negócios”⁹³.

Esses princípios, por certo, são atinentes diretamente ao *trust*, mas nada impede sua apreensão, por analogia, no campo da responsabilidade dos administradores (*lato sensu*) de organismos de investimento coletivo, dado o seu caráter fiduciário e de sua origem no instituto de Direito anglo-saxão. Muito embora no Brasil emanações desses deveres estejam concretizadas ou minudenciadas em regras da CVM⁹⁴, e não precipuamente no Código Civil⁹⁵, cremos nada impedir que o seu

⁸⁹ MENEZES CORDEIRO, António Barreto. *Do Trust no Direito Civil*, p. 467. Ainda: FRANÇA, Erasmo Valladão. Dever de lealdade do acionista controlador por ocasião da alienação do controle, p. 256.

⁹⁰ MENEZES CORDEIRO, António Barreto. *Do Trust no Direito Civil*, p. 519

⁹¹ MENEZES CORDEIRO, António Barreto. *Do Trust no Direito Civil*, p. 520.

⁹² MENEZES CORDEIRO, António Barreto. *Do Trust no Direito Civil*, p. 520.

⁹³ MENEZES CORDEIRO, António Barreto. *Do Trust no Direito Civil*, p. 533-539.

⁹⁴ Cf. sobretudo o artigo 92 da Instrução CVM 555 de 2014, segundo o qual: “Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis”. Além disso, o parágrafo segundo do mesmo artigo assim dispõe: “§ 2º É vedado ao administrador,

conteúdo venha a integrar a responsabilidade civil, se caracterizados os seus demais pressupostos. Esse entendimento parece-nos concorde com a “estrutura aberta” prevista pelos elaboradores do Anteprojeto do Código Civil brasileiro, que o pensaram como um “código central”, mas não como um “código total”, isto é: suas cláusulas gerais, como a da ilicitude e da responsabilidade civil (respectivamente: artigos 186, 187 e 927) deveriam ser integradas por normas advindas de outros corpos normativos⁹⁶.

Acresce ao dever de lealdade, e, igualmente, com caráter de essencialidade, o *dever de diligência* na relação fiduciária que está no núcleo da atividade devida. Em razão da natureza fiduciária, a diligência devida obedece a um *standard* de conduta elevado, por vezes denominado “obrigação de melhores esforços” ou, em anglicismo, *best efforts*⁹⁷, como, de resto, está previsto na Instrução Normativa CVM 558/14. O padrão, naturalmente, não é o do “homem médio”, mas o de um administrador com elevado grau de *expertise* e de diligência no desempenho de seu mister.

A regulamentação da CVM concretiza o conteúdo da diligência, ao imputar ao administrador uma pluralidade de deveres e de obrigações que visam, fundamentalmente, à prática de uma gestão no interesse dos investidores. No âmbito da autarquia, as principais obrigações dos administradores de FIDCs foram elencadas, exemplificativamente, no artigo 34 da Instrução CVM n. 356/2001, posteriormente alterada⁹⁸, versando, em síntese, sobre a manutenção

ao gestor e ao consultor o recebimento de qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na tomada de decisão de investimento pelo fundo”.

⁹⁵ Ressalvadas as cláusulas gerais dos artigos 187, 422 e 1.011 do Código Civil brasileiro.

⁹⁶ Por todos: COUTO E SILVA, Clóvis. O Direito Civil Brasileiro em perspectiva histórica e visão de futuro. Ora em: FRADERA, Vera (org.). *O Direito Privado brasileiro na visão de Clóvis do Couto e Silva*. Porto Alegre. Livraria do Advogado, 1997 pp. 11-32. “O pensamento que norteou a Comissão que elaborou o projeto do Código Civil brasileiro foi o de realizar um Código, no sentido que lhe deu Arthur Steinwenter, sem a pretensão de nele incluir a totalidade das leis em vigor no País. A importância está em dotar a sociedade de uma técnica legislativa e jurídica que possua unidade valorativa e conceitual, ao mesmo tempo em que infunda nas leis especiais essas virtudes, permitindo à doutrina poder integrá-las num sistema, entendida, no entanto, essa noção, de modo aberto”.

⁹⁷ Tratou-se do tema em: MARTINS-COSTA, Judith. A obrigação de diligência: sua configuração na obrigação de prestar melhores esforços e efeitos do seu inadimplemento. In: *Católica Law Review*. Vol. IV, n.º 2, maio de 2020. (Também em: GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; TERRA, Aline Miranda Valverde (Coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios*. V.1. Rio de Janeiro: Processo, 2020, pp. 133-174).

⁹⁸ Especificamente: Instruções Normativas da CVM n. 393/03, 435/06, 442/06, 446/06, 458/07, 484/10, 489/10, 498/11, 510/11, 531/13, 554/14, 558/15, 609/19 e 615/19.

das atividades e documentação do fundo, a divulgação de informações relevantes, a manutenção da segregação dos registros do fundo. Há dever de supervisão do administrador fiduciário em relação a determinadas atividades dos prestadores de serviços por ele contratados e há obrigações conjuntas, por exemplo, na adoção de procedimentos e controles internos destinados a lidar com riscos de liquidez do fundo⁹⁹.

Na jurisprudência brasileira, por vezes, o dever de diligência é encarado em sentido amplíssimo, abarcando o dever de lealdade, por vezes ambos vêm conjuntamente destacados. Assim, o Tribunal de Justiça de São Paulo que decidiu: “(...) na defesa dos direitos e interesses dos cotistas, o administrador deverá empregar todas as diligências exigidas pelas circunstâncias para assegurá-los, adotando, inclusive se o caso, as medidas judiciais cabíveis, respondendo, por evidente, por eventuais danos causados pelas irregularidades de seu comportamento”¹⁰⁰. E ainda: “É certo que também caberá ao administrador do fundo de investimento ‘empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios’ e que deverá ‘servir com lealdade’, como estabelecem os artigos 153 e 155, da Lei das Sociedades Anônimas, e como repetem, *grosso modo*, os arts. 65-A e 65-B da Instrução CVM nº 555. Todos esses deveres incidem na gestão dos valores que foram a ele entregues para investimento”¹⁰¹.

Ainda com caráter de essencialidade estão os deveres informativos. Toda a atividade no mercado de capitais brasileiro está polarizada por amplos deveres informativos, sendo esse um dever dinâmico que, no tocante à relação contratual entre investidores e administrador do fundo, perpassa toda a vida da relação, desde a fase formativa e durante a fase de execução, abrangendo informações periódicas. Esse amplo dever informativo decorre, em rigor, do próprio modelo adotado na regulação do mercado de capitais, pois entende-se estar o investidor protegido desde que lhe sejam prestadas informações sobre emissores de valores mobiliários ofertados, a real situação em que se encontram os emissores, e as características dos títulos ofertados¹⁰².

⁹⁹ YAZBEK, Otávio. A Lei n. 13.874/2019 e os fundos de investimento, p. 560.

¹⁰⁰ TJSP. Conflito de competência cível 0225128-92.2010.8.26.0000. Órgão Especial. J. em 13.12.2010.

¹⁰¹ TJSP. Ap. Cível 1120688-77.2014.8.26.0100. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. J. em 15.08.2016.

¹⁰² MENEGAT, Rodrigo Piva. Opinião Jurídica. In: CANTIDIANO, Maria Lúcia; Muniz, Igor e CANTIDIANO, Isabel (org.). *Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e outros estudos. Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano*. Vol. 2. São Paulo, Quartier Latin, p. 422.

Desde a última década no Brasil, nota-se a existência de um “novo paradigma para a regulação dos fundos em que se reconhece a importância de, na regulação ‘de condutas’, se atentar, também, para uma dimensão mais prudencial”¹⁰³, situando-se o dever de informar perante o investidor e autoridades públicas¹⁰⁴. Há obrigações específicas de informação e de divulgação¹⁰⁵, bem como são impostas vedações de certas condutas¹⁰⁶, *e.g.*: realizar, em nome do fundo, operações e negociar com ativos financeiros ou modalidades de investimento não previstos no regulamento do FIDC. Aqui também pensamos que a cláusula geral da boa-fé objetiva (Código Civil brasileiro, art. 422), tradicional fonte de deveres informativos¹⁰⁷, há de ser adensada por meio das normas regulamentares e contratuais.

Os deveres previstos de forma ampla ou genérica em cláusulas gerais codificadas, cujo conteúdo há de ser adensado pelo que está em normas regulamentares do mercado e ainda minudenciados, conforme o caso, em regras contratuais, podem ser ilícitamente violados por administradores e demais prestadores de serviço, causando danos aos investidores. Cabe examinar, por fim, quando a violação, caracterizadora, no mais das vezes, de um ilícito (relativo ou absoluto), resultará em imputação de responsabilidade civil, adentrando-se, mais especificamente, na regência do Código Civil.

¹⁰³ YAZBEK, Otávio. A Lei n. 13.874/2019 e os fundos de investimento, p. 556.

¹⁰⁴ TJSP. Conflito de competência cível 0225128-92.2010.8.26.0000. Órgão Especial. J. em 13.12.2010: “o administrador é o responsável por toda a administração do fundo e pelas informações perante os cotistas, a CVM e o Banco Central do Brasil.”

¹⁰⁵ Cf. artigo 45 da Instrução CVM n. 356 de 2001: “A instituição administradora deve enviar informe mensal à CVM, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da Comissão na rede mundial de computadores, conforme modelo e conteúdo disponíveis na referida página, observando o prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento de cada mês do calendário civil, com base no último dia útil daquele mês. Parágrafo único. Eventuais retificações nas informações previstas neste artigo devem ser comunicadas à CVM até o primeiro dia útil subsequente à data da respectiva ocorrência”; e artigo 46: “A instituição administradora é obrigada a divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao fundo, de modo a garantir a todos os condôminos acesso às informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões quanto à respectiva permanência no mesmo, se for o caso”.

¹⁰⁶ Artigos 35 e 36 da Instrução CVM n. 356 de 2001.

¹⁰⁷ Na doutrina portuguesa: MENEZES CORDEIRO, António Manuel. *Da Boa-fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 1984, p. 648; SINDE MONTEIRO, Jorge Ferreira. *Responsabilidade por Conselhos, Recomendações ou Informações*. Coimbra: Almedina: 1989, p. 360. Permitimo-nos reenviar, na literatura brasileira, ao nosso: MARTINS COSTA, Judith. *Da Boa-Fé no Direito Privado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018, pp. 578-598.

3.2. A ilicitude e as responsabilidades

O administrador de um FIDC é sempre uma instituição financeira dotada de capacitação técnica para administrar e gerir o patrimônio comum dos investidores. Diante dos participantes tem, como regra, obrigações de meio e não de resultado, embora também lhe sejam imputadas obrigações dessa modalidade, como, *e.g.*, a de publicar as demonstrações financeiras do fundo, ou entregar ao participante a exemplar do regulamento do fundo, diretamente ou por meio de instituição contratada para o desempenho de serviços de custódia.

Diz-se ser de meio a obrigação principal porque o administrador não se obriga a obter resultados *positivos*, como o seria numa obrigação de resultado. Como é próprio das obrigações de meio, a diligência é *o próprio conteúdo* da obrigação devida¹⁰⁸. Diligência é cuidado, é atenção e, em sentido amplo, engloba “a perícia ou habilidade técnica do devedor, com relação ao resultado que constitui a causa do negócio”¹⁰⁹. Abarca, exemplificativamente, o dever de investigar, o de fiscalizar e o de vigiar para bem administrar (ínsito aos administradores).

Porém, diligência é, também, termo semanticamente vago, que carece de concretização. Como acima sugerimos, esta deve ser buscada nas normas regulamentares – quer as emitidas pela CVM, aos quais o Código Civil brasileiro expressamente reenvia, quer as previstas no regulamento do fundo – essas regras servindo para adensar o conteúdo da diligência devida abstratamente previsto na Lei Civil (art. 186). Por ser o conteúdo da obrigação de meios “a própria atividade diligente do profissional em vista do resultado almejado”¹¹⁰, se o administrador não agiu com a diligência prometida para alcançar o resultado esperado, estará caracterizado o inadimplemento contratual.

O inadimplemento é forma de ilicitude – ilicitude relativa, atinente às partes do contrato violado. Mas toda ilicitude, seja relativa, seja absoluta, derivada da

¹⁰⁸ TUNC, André. A distinção entre obrigações de resultado e obrigações de diligência. *Revista dos Tribunais*, v. 778, ago./2000, p. 757.

¹⁰⁹ COMPARATO, Fábio Konder. Obrigações de meio, de resultado e de garantia. *Revista dos Tribunais*, v. 386, dez./1967. Republicado em *Estudos e pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, pp. 538-539. Tratou-se do tema em: MARTINS-COSTA, Judith. A obrigação de diligência. (Também em: GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz; TERRA, Aline Miranda Valverde (Coords.). *Inexecução das obrigações: pressupostos, evolução e remédios*, pp. 133-174).

¹¹⁰ Acentua Comparato que, embora toda obrigação comporte naturalmente um resultado, que corresponde à sua utilidade econômico-social para o credor, “nem sempre êste resultado é compreendido no vínculo como elemento da prestação; algumas vêzes, deixa de exercer a função de objeto ou conteúdo da obrigação, para ser tão-sòmente a sua causa no sentido teleológico” (COMPARATO, Fábio Konder. *Obrigações de Meios, de Resultado e de Garantia*, p. 63 e ss.).

infração ao comando *neminem laedere* é contrariedade a direito subjetivo. A contrariedade a direito do investidor pode ocorrer quer por ação, quer por omissão, por ato próprio do administrador e, inclusive, por ato de terceiro que tenham negligenciado em cumprir a prestação devida, agindo contrariamente ao direito. Importará em ilicitude civil relativa (quando violar regra do regulamento do fundo ou dever contratual de conduta) ou absoluta (quando infringir a lei) e desencadeará a obrigação de indenizar se do ato ilícito resultar, por nexos causal “direto e imediato” (Código Civil brasileiro, art. 403) dano aos investidores.

Basta pensar no dever de supervisão. Pode um fundo, se assim o prever seu regulamento, autorizar a delegação a terceiros do exercício de determinadas funções do administrador¹¹¹, o que é relativamente corriqueiro pois, como já observado, “com a evolução da indústria de fundos, as várias atividades que cabiam ao administrador começaram a se tornar cada vez mais especializadas e a se ‘descolar’, surgindo novos prestadores”¹¹². Porém, essa delegação há de efetuar-se sem prejuízo da responsabilidade própria dos administradores, que não podem ficar inertes diante da atuação dos terceiros contratados: inércia não é desculpa. Pelo contrário, deverá estar sobretudo atento ao que vem sendo praticado no fundo, vigiando sua atuação de modo a impedir a prática de atos ilícitos, sob pena de também por eles ser responsabilizado, porque, ao contratar terceiro para o exercício de algumas de suas funções, os administradores estão, a rigor, a exercer um verdadeiro *prolongamento* das suas atividades aos terceiros.

Quanto ao agente custodiante¹¹³, incumbem-lhes, precipuamente, as atividades de guarda e de verificação dos ativos. Devem também “receber e analisar a documentação

¹¹¹ Assim, *e.g.*, as de consultoria especializada, gestão de carteira do fundo, custódia e cobrança, cf. artigo 39 da Instrução CVM n. 356 de 2001, *in verbis*: “Artigo 39. A instituição administradora pode, sem prejuízo de sua responsabilidade e do diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembleia geral de condôminos ou desde que previsto no regulamento do fundo, contratar serviços de: I – consultoria especializada, que objetive dar suporte e subsidiar o administrador e, se for o caso, o gestor, em suas atividades de análise e seleção de direitos creditórios para integrarem a carteira do fundo; II – gestão da carteira do fundo com terceiros autorizados pela CVM de acordo com o disposto na regulamentação aplicável aos administradores de carteiras de valores mobiliários; III – custódia; e IV – agente de cobrança, para cobrar e receber, em nome do fundo, direitos creditórios inadimplidos, observado o disposto no inciso VII do artigo 38”.

¹¹² YAZBEK, Otávio. A Lei n. 13.874/2019 e os fundos de investimento, p. 556.

¹¹³ Conforme o parágrafo único do artigo 24 da Lei 6.285/76, “considera-se custódia de valores mobiliários o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou replicar as importâncias recebidas”.

dos direitos creditórios recebidos, bem como validá-los perante o fundo em face de seu regulamento”¹¹⁴. Além disso, cabe-lhe a realização da liquidação financeira das operações firmadas com os ativos, que estão sob sua custódia¹¹⁵, devendo “avisar do vencimento aos sacados, cobrar e receber as rendas relativas aos direitos creditórios custodiados, depositando os montantes na conta dos cotistas”¹¹⁶. Acrescem os deveres específicos deduzíveis do artigo 38 da Instrução CVM n. 356/2001¹¹⁷, destacando-se, neste rol, o dever de “receber e analisar a documentação que evidencie o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços”¹¹⁸. E algumas atividades próprias do custodiante, como, *e.g.*, de consultoria e de cobrança de créditos podem ser delegadas a terceiros, o que, por si só, não o isenta de responder por falhas na seleção e na análise dos direitos creditórios.

Modo geral essas “falhas” caracterizarão negligência, e negligência grave quando o administrador, gestor ou custodiante, se afasta do fiel cumprimento das regras de condutas exigíveis, conforme a lei ou o regulamento. Nesse caso, tendo o investidor sofrido prejuízos causalmente ligados a uma conduta ilícita, não haverá que falar em “caráter aleatório” da atividade como escusa ao dever de indenizar. Muito mesmo se dirá que os investidores devem suportar os riscos decorrentes do descumprimento das regras de conduta exigíveis dos agentes, deslocando-se, sem fundamento legal, a responsabilidade.

A responsabilidade tem como fator de imputação a culpa¹¹⁹, isto é, pela *falta imputável da diligência devida*, sendo essa a regra geral do Código Civil (artigo 927, *caput*). Culpa é ausência da diligência devida, o que se apura contextual e circunstancialmente. Sendo certo que as operações realizadas na área do “risco inerente” escapam à sua responsabilidade, também é certo que não o isentarão de responder condutas concretizadoras de um deficiente aconselhamento, informação lacunosa, condutas contrárias ao regulamento, a realização de operações temerárias

¹¹⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, p. 371.

¹¹⁵ PIRES, Daniela Marin. *Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2015.

¹¹⁶ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, p. 371.

¹¹⁷ Artigo 38. da Instrução CVM n. 356 de 2001.

¹¹⁸ Inciso I do artigo 39 da Instrução CVM n. 356 de 2001.

¹¹⁹ Exemplificativamente: VIO, Daniel de Avila. Comentário ao artigo 1.368-C, p. 303; ainda: DUFLOTH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimentos*, pp. 89-91; DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento*. São Paulo: Almedina Brasil, 2018; PAIVA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimentos: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016; PERRICONE, Sheila. *Fundos de investimentos: a política de investimentos e a responsabilidade dos administradores*. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. V.11. São Paulo: RT, jan./mar. 2001, pp. 80-101.

e, naturalmente, a de operações ilegais, como, exemplificativamente, as que importarem em atos de corrupção.

As notórias deficiências de ordem técnica da Lei da Liberdade Econômica, que introduziu o art. 1.368 no *corpus* codificado, têm levado alguns a cogitar de imputação de responsabilidade apenas por dolo, que é a forma mais agravada de responsabilidade subjetiva, requerendo o elemento intencional, uma vez que o enunciado do art. 1.368-E contém as expressões “dolo ou má-fé” (sic). No nosso modo de ver, muito embora uma leitura apressada pudesse descolar a parte final do enunciado do seu início – para afirmar que a responsabilidade dos administradores e dos demais prestadores só se constituiria na forma agravada de responsabilidade por dolo – essa leitura estaria equivocada. Pensamos que o “dolo ou má-fé” ali referidos não são fatores de imputação reportados às *obrigações próprias* de administradores e gestores (responsabilidade por ato próprio do prestador de serviços), mas às obrigações *do fundo* por esses eventualmente assumidas, o que se deduz da expressão “por essas obrigações” imediatamente referidas, no enunciado, ao verbo responder. Logo, mesmo após a vigência da Lei. 13.874/2019, os prestadores não estão isentos de responder pela falta de diligência (culpa) sobre os próprios atos e atribuições. Como já corretamente observado, “essa possibilidade de redirecionamento de obrigações do fundo, contudo, em nada afeta ou restringe a esfera própria e originária de responsabilidade dos administradores e dos gestores, que não apenas respondem por culpa, nos termos do art. 927 do Código Civil, como estão sujeitos a rigorosos padrões de condutas (sic), em razão da natureza fiduciária da relação com os seus clientes (art. 16, inc. II, alínea ‘a’, da ICVM n. 558/2015)¹²⁰.”

Entendimento doutrinário anterior à vigência da Lei da Liberdade Econômica sustentava ser objetiva a responsabilidade na relação entre o administrador e os prestadores de serviço que contrata. Nesse caso, incidiriam as regras especiais do Código Civil¹²¹. A atividade seria regida pelo art. 931¹²², pelo qual a responsabilidade dos empresários individuais e das empresas por serviços postos à circulação é independente de culpa; e o artigo 933 que define como objetiva a responsabilidade dos prestadores de serviço, indicados no artigo 932. Naquele rol estão “o empregador

¹²⁰ VIO, Daniel de Avila. Comentário ao artigo 1.368-C, p. 311.

¹²¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros Leães. Os deveres e a responsabilidade do administrador, consultor e agente de crédito de um fundo. In: *Novos pareceres*. São Paulo: Editora Singular, 2018, p. 1.344.

¹²² *In verbis*: “Ressalvados outros casos previstos em lei especial, os empresários individuais e as empresas respondem independentemente de culpa pelos danos causados pelos produtos postos em circulação”.

ou comitente, por seus empregados, serviçais e prepostos, no exercício do trabalho que lhes competir, ou em razão dele” (inciso III).

Por certo não seria preciso que o Código Civil, no rol de atividades do art. 932, aludisse de modo expreso ao administrador de FIDC e aos terceiros que eventualmente vier a contratar. Pelo fato de o Código Civil abarcar hipóteses de ilicitude nas já acima mencionadas cláusulas gerais (artigos 186; 187; 927 e seu parágrafo único), e não em tipificação fechada, eventual previsão específica se tornaria até mesmo expletiva. As expressões “comitente”, “prepostos e “exercício do trabalho”, constantes do inc. III abarcam os prestadores de serviços, inclusive os serviços financeiros. Os pressupostos essenciais para a responsabilização nas hipóteses de *vigilância – i.e.*, a escolha e a dependência – estão, ademais, presentes na relação administrador e terceiros contratados¹²³.

Todavia, há dúvidas sobre a persistência desse entendimento. Muito embora nenhuma regra da Lei da Liberdade Econômica o infirme, entendemos que, em face da obrigação de meios incontroversamente reconhecida a esses agentes, a imputação de responsabilidade deve levar em conta eventual negligência, a ser averiguada segundo os rigorosos padrões da obrigação de melhores esforços que lhes é requerida. Ademais, segundo pensamos, em face do descumprimento dos deveres de conduta – deveres de agir com elevado grau de diligência, potencializados pelo caráter fiduciário envolvido na relação – podem ser até mesmo desimportantes as discussões acerca do tipo de fator de imputação de responsabilidade – se a culpa (responsabilidade subjetiva) ou o risco (responsabilidade objetiva). A negligência, a desídia de quem tem por ofício curar de bens alheios, atrai o dever de indenizar.

O Direito português é mais claro sobre o fator de imputação de responsabilidade. A responsabilidade subjetiva da sociedade gestora resta evidente pela dicção do artigo 65, n. 3 e 4, do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (RGOIC), ao estabelecer que esta “responde, perante os participantes, pelo incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres legais e regulamentares aplicáveis e das obrigações decorrentes dos documentos constitutivos dos organismos de investimento coletivo”. Ao gestor é atribuída a responsabilidade por compensar os participantes (investidores), consoante condições estabelecidas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), “pelos prejuízos causados em con-

¹²³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo LIII. Atualizado por Rui Stoco. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 207. Considera-se que, embora a relação dos prestadores de serviços se dê, formalmente, com o fundo, a contratação e a vigilância destes serviços são atribuições do administrador, conforme *caput* e § do artigo 39 da Instrução CVM n. 356 de 2001.

seqüência de situações a si imputáveis”, especificando: a) erros e irregularidades na avaliação ou na imputação de operações à carteira do organismo de investimento coletivo; b) erros e irregularidades no processamento das subscrições e resgates; c) cobrança de quantias indevidas”.

O dever de indenizar, portanto, resulta, como explica Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, “do incumprimento ou cumprimento defeituoso dos deveres que lhe incumbem, e por isso assente numa presunção de culpa, como é comum na responsabilidade obrigacional”¹²⁴.

4. Conclusões

A análise dos deveres e de responsabilidades dos administradores, gestores e custodiantes dos fundos de investimentos, atenta à necessária harmonização entre “dimensão contratual” e “dimensão regulatória” implicadas no tema, há de considerar as diretrizes da regulamentação do mercado de valores mobiliários – enucleadas na adequada proteção do investidor e no efetivo combate às fraudes –, assim como os princípios da responsabilidade civil. As regras regulatórias, promanadas pela autoridade de mercado, além do que constar no regulamento próprio dos fundos, adensam o conteúdo dos deveres de lealdade, de informação e de diligência do administrador e dos prestadores de serviços, permitindo a sua concretização e a adequada verificação do eventual incumprimento.

Em qualquer caso, não se há de descurar da premissa segundo a qual não cabe aos investidores os riscos do descumprimento das regras de condutas exigíveis dos agentes do fundo. Assim, havendo incumprimento dos deveres e das obrigações, e estando presentes os demais requisitos da responsabilidade civil, aos agentes do fundo dever-se-ão ser imputados o dever de indenizar pelos danos advindos do incumprimento de tais deveres e obrigações. A existência de potenciais dificuldades de ordem prática para a fixação do *quantum* indenizatório, na hipótese de inadimplemento, não é suficiente para conceder, aos administradores faltosos, o véu da imunidade.

¹²⁴ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. Fundos de investimento. *Revista de Direito Financeiros e dos Mercados de Capitais*. Coimbra: Almedina, 2021, p. 637.