

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 28**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**Janeiro / Junho de 2021**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

**EDITORES:** Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

**CONSELHO EDITORIAL:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Ana Frazão (UNB), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmen Tiburcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Monsérié-Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**CONSELHO EXECUTIVO:** Carlos Martins Neto e Mariana Pinto (coordenadores). Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

**PARECERISTAS DESTE NÚMERO:** Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Gerson Luiz Carlos Branco (UFRGS), José Gabriel Lopes Pires Assis de Almeida (UERJ), Maíra Fajardo Linhares Pereira (UFJF), Marcelo Féres (UFMG), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Pedro Wehrs do Vale Fernandes (UERJ), Rafael Vieira de Andrade de Sá (FGV-SP), Raphaela Mag-nino Rosa Portilho (UERJ) e Sergio Marcos Carvalho de Ávila Negri (UFJF).

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — n° 28 (janeiro/junho 2021)  
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ  
Campinho Advogados  
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

# **DA RESPONSABILIDADE CIVIL CONTRATUAL SOLIDÁRIA ENTRE ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO<sup>1</sup>**

## **CIVIL CONTRACTUAL JOINT LIABILITY BETWEEN THE INVESTMENT FUND'S ADMINISTRATOR AND MANAGER**

*José Edwaldo Tavares Borba\**  
*Gustavo Tavares Borba\*\**

*Resumo:* O artigo analisa a responsabilidade civil do administrador de fundo de investimento no cenário em que existe previsão em contrato de cláusula de responsabilidade solidária pelos danos causados em virtude de atos irregulares realizados pelo gestor do fundo, bem como se eventual conluio entre o gestor do fundo e o diretor da pessoa jurídica cotista teria alguma repercussão sobre a responsabilidade civil solidária contratual do administrador do fundo.

*Palavras-chave:* Administrador de fundo de investimento. Deveres fiduciários. Cláusula de responsabilidade contratual solidária.

*Abstract:* The article analyzes the civil liability of an investment fund administrator when there is a contractual clause setting out the joint and several liability for the damage caused by any irregular acts performed by the investment fund manager, as well as whether any collusion between the investment fund manager and the director of the shareholding legal entity would have any repercussions on the joint and several contractual liability of the investment fund administrator.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 02.11.2021 e aceito em 19.11.2021.

\* Sócio fundador do Escritório Tavares Borba Advogados Associados. E-mail: borba@tavaresborba.com.br

\*\* Doutorando e Mestre pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC-SP. Sócio do Escritório Tavares Borba Advogados Associados. E-mail: gustavo@tavaresborba.com.br

*Keywords:* Investment fund administrator. Fiduciary duties. Contractual clause of joint and several liability.

*Sumário:* Introdução. 1. Responsabilidade do Administrador do Fundo de Investimento pela Fiscalização de Atos Irregulares Realizados pelo Gestor. 2. Da Possibilidade de Delegação da Gestão do Fundo e da Regra Contratual da Responsabilidade Solidária entre Administrador e Gestor (entre outros profissionais contratados). 3. Da Eventual Atuação Irregular de Diretores da Cotista em Conluio com o Gestor do Fundo de Investimento. Conclusão.

## **Introdução.**

O presente artigo analisará o papel a ser exercido pelo administrador de fundo de investimento no que se refere à fiscalização do gestor por ele escolhido quando da constituição do fundo, bem como se eventual conluio entre o gestor do fundo de investimento e o diretor da investidora pessoa jurídica (cotista) teria alguma repercussão na responsabilidade solidária estabelecida no contrato de gestão celebrado entre o administrador e o gestor, para fins de ressarcimento de prejuízo da cotista decorrente de atos ilegais de gestão.

### **1. Responsabilidade do administrador do fundo de investimento pela fiscalização de atos irregulares realizados pelo gestor.**

Os gestores e administradores de fundos de investimentos, assim como todos aqueles que administram bens de terceiros, têm o dever de zelar por esses bens não apenas como se seus fossem, mas, além disso, com a competência que é esperada de um profissional especializado.

Especificamente em relação aos fundos de investimento em participações, os investidores aplicam seus recursos no veículo de investimento para que o administrador ou gestor (se contratado terceiro) tome decisões informadas e técnicas sobre os investimentos a serem realizados pelo fundo de investimento.

Registre-se que as funções de gestão e de administração, bem como os custos a esses serviços correspondentes, somente se justificam na medida em que as entidades para tanto credenciadas estejam aptas a bem exercer esse mister. Não se trata, naturalmente, de uma função burocrática, de mero registro e acompanhamento. Os gestores procuram oportunidades, perscrutam o futuro e definem o investimento do fundo.

Se assim não fora, as funções de gestor e administrador não se justificariam, podendo o fundo ser representado, tal como ocorre no caso de um síndico de um condomínio edilício, por qualquer um de seus membros.

Os fundos de investimento têm a natureza de um condomínio de natureza especial. Assim, os seus titulares são coproprietários de uma massa de bens ou recursos que são entregues a um terceiro (o administrador) para o efeito de deter fiduciariamente tais recursos e geri-los da melhor maneira, a fim de que esse patrimônio, que pertence a uma coletividade de cotistas, possa atender aos fins para os quais esses bens foram reunidos, quais sejam, os de torná-los produtivos e rentáveis.

De certo que os gestores e administradores não se encontram diante de uma obrigação de resultado, mas sim de uma obrigação de meio, ou seja, não se lhes pode cobrar lucro e sucesso, mas deles poderão ser exigidos competência, cuidado e vigilância (dever de diligência), além de elevado rigor ético (dever de lealdade).

Esses deveres, os chamados “deveres fiduciários”, alcançam, com efeito, todos aqueles que atuam na função de administrar os bens alheios, abrangendo um universo que compreende desde o sim-

ples mandatário, que recebe uma procuração para a prática de um ato específico, até os administradores de empresas pequenas ou grandes, todos investidos na função de agir em nome e no interesse de terceiros.

Essa condição repousa as suas origens na fidúcia romana, que viria a se estratificar no *trust* do direito anglo-americano, assim como na representação dos seres coletivos, tanto os personalizados, como as sociedades e associações, e igualmente os não personalizados, que é o caso dos fundos de investimento e fundos de pensão.

André Tunc, ao analisar a função dos administradores de sociedades, teve a oportunidade de afirmar o que pode ser aplicado a qualquer administrador de bens alheios:

Ils doivent se montrer dignes de cette confiance. Ils héritent des devoirs fiduciaires (*fiduciary duties*) qui pèsent normalement sur des *trustee*, ceux qui, dans le cadre traditionnel du *trust*, se voient confier des biens dans l'intérêt d'autrui. Certes, ils ne sont pas exactement des *trustees*: ils ont pour mission essentielle, non pas de gérer, mais de faire fructifier. [...] Les directeurs, dans leurs décisions, ne doivent considérer que les intérêts qui leur sont confiés, non les leurs. Ils doivent même éviter le plus possible les situations de conflits d'intérêts, car on pourrait les soupçonner de ne pas se donner entièrement aux intérêts sociaux.<sup>2</sup>

---

2 Tradução livre: “Eles devem se mostrar dignos desta confiança. Eles herdam os deveres fiduciários (*fiduciary duties*) que pesam normalmente sobre o *trustee*, aqueles aos quais, no quadro tradicional do *trust*, são confiados bens no interesse de outro. Certamente, eles não são exatamente um *trustee*: eles têm por missão essencial não apenas gerir, mas fazer frutificar. [...] Os diretores, nas suas decisões, não devem considerar senão os interesses que lhe são confiados, não os seus próprios interesses. Eles devem mesmo evitar, tanto quanto possível, as situações de conflito de interesses, porque estas poderão levá-los a não se doar inteiramente aos interesses sociais.” (TUNC, André. *Les droit américain de sociétés anonyme*, Paris: Economica, 1985. p. 130).

Esses deveres fiduciários são a marca maior do papel a ser desempenhado por qualquer administrador ou gestor de bens alheios. Sempre que uma parte deposita sua confiança na outra, encontra-se esta outra obrigada a adotar os mais elevados padrões gerenciais, sob pena de responder pessoalmente pelos danos emergentes de sua atuação, como se observa na clássica lição de Roy Goode:

Only where the relationship between the parties or the nature of the agreed arrangements involves one party having to repose trust and power in the other does the higher standard of behaviour set by equity come into play.<sup>3</sup>

Os sócios de uma sociedade, assim como os cotistas de um fundo de investimento, ao confiarem seus cabedais à administração de terceiros, sejam estes órgãos sociais ou administradores contratados, fazem *jus* a elevado padrão de dedicação à boa gestão dos fundos ou dos negócios que lhe são confiados.<sup>4</sup> Norma Parente, com a precisão que lhe é peculiar, sintetiza os deveres dos profissionais que gerem bens de terceiros:

Ao administrador cabe administrar os fundos de investimento, podendo ele próprio gerir a carteira ou contratar um gestor. Tanto o administrador quanto o gestor devem exercer suas funções com

---

3 Tradução livre: “Somente onde o relacionamento entre as partes ou a natureza da relação envolve uma parte tendo que depositar confiança e poder de decisão na outra parte, deve o mais elevado padrão de comportamento estabelecido pela *equity* ser adotado.” (GOODE, Roy. *Commercial law in the next millennium*. Londres: Sweet & Maxwell, 1998. p. 12).

4 Nessa linha de entendimento, Lamartine Corrêa de Oliveira, ao referir-se a parecer de Miguel Reale, assim se pronunciou: “Porém, salienta o eminente jurista e filósofo, não apenas em relação a essa fase, mas de um modo geral, é inegável a existência entre os condôminos ‘de vínculos comparáveis aos que ligam entre si os sócios, os participantes ou membros de uma associação, o que explica a aproximação que a lei e a doutrina vão cada vez mais processando entre condomínio e sociedade” (CORRÊA DE OLIVEIRA, Lamartine. *A dupla crise da pessoa jurídica*. São Paulo: Saraiva, 1979. p. 228).

a diligência que se espera de um administrador probo (leal) e ativo (diligente), sendo certo que os princípios do dever de diligência aplicáveis ao administrador e ao gestor do fundo, por suas características de fidúcia são os mesmos inerentes aos administradores de companhia [...] Tais padrões são aplicáveis à conduta de administradores em geral, quer das sociedades anônimas, quer das entidades de mercado que mantenham relação fiduciária com investidores. Representando uma série de condutas desejáveis, inerentes à devida atuação dos administradores.<sup>5</sup>

Os administradores e gestores de fundos de investimentos estão, desta forma, inequivocamente sujeitos aos deveres fiduciários, sendo justamente essa a razão pela qual a regulação da CVM sobre fundos de investimento prevê, de forma muito clara, que eles devem observar os deveres de diligência e de lealdade, bem como os subdeveres de informar e se informar, de observar as regras sobre conflito de interesses, de divulgar informações relevantes, entre outros.

Os fundos de investimento representam, na verdade, um fenômeno relativamente recente, de modo que, até pouco tempo atrás, as regras aplicáveis constavam quase que exclusivamente da regulação da CVM, editada com base no art. 8º, I, da Lei nº 6.385/76. Mesmo com a edição da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), que começou a vigorar em 2019, ainda assim prevaleceu a técnica legislativa de adotar normas legais de baixa densidade normativa, com delegação bastante ampla para a regulação da CVM,<sup>6</sup> que, sendo uma

---

5 PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Coleção Tratado de Direito Empresarial* – v. 6. 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018, p. 310 e 578.

6 Conforme novo art. 1368-C. § 2º, do Código Civil (“Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo”).  
Ao analisar essa questão em sede doutrinária, Daniel Maeda (Superintendente da CVM da área de Relação com Investidores Institucionais) e Alexandre Pinheiro dos Santos (Superintendente

agência reguladora de perfil técnico, estaria mais bem habilitada para editar, com a agilidade necessária, regras eficientes e que considerem todas as peculiaridades do mercado de capitais.

Nesse contexto, a CVM vem editando, nas últimas décadas, extensa regulação sobre a matéria, em especial quanto aos padrões de conduta que devem ser observados pelos administradores e gestores de fundos de investimento. Como seria impossível definir condutas específicas a serem observadas, diante da riqueza de situações e da dinâmica veloz da evolução das práticas que naturalmente ocorrem nesse ambiente, optaram os reguladores de mercado de capitais, aqui no Brasil como em outros países, por criar *standards* de conduta que devem ser observados pelos regulados, com o que se permite o arejamento e a evolução constante da matéria, gerando eficiência regulatória e permitindo a adequada conformação das práticas nesse dinâmico ambiente.<sup>7</sup>

Dentre esses *standards* de conduta estão os chamados deveres fiduciários, especialmente os de diligência e de lealdade. Sobre

---

Geral da CVM) aduzem que “a nova legislação em tela não veio para estabelecer um marco geral amplo e completo para a indústria de fundos, e em detrimento do amplo poder regulamentar da CVM e de tudo que a Autarquia já fez no tocante ao assunto” de modo que lei preservou o poder regulatório da autarquia, apenas adicionando elementos “mínimos para segurança jurídica de certos temas especialmente sensíveis” (MAEDA, Daniel; PINHEIRO DOS SANTOS, Alexandre. Notas sobre os Fundos de Investimento à Luz da Lei da Liberdade Econômica, *In*: HANSZMAN, Felipe; HERMETO, Lucas (Coord.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais* – Volume V. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 37).

7 Norma Parente analisou essa realidade nos seguintes termos: “A opção legislativa por previsão genérica da conduta esperada do administrador consiste, assim, em uma resposta à inumerável e imprevisível gama de atividades e circunstâncias que podem permear a sua atuação, o que escaparia a toda evidência, de expressa previsão legal. O standard é propositadamente abrangente, justamente para abrigar diversas circunstâncias e peculiaridades e não depende de qualquer regulamentação. Deriva de conceitos que o cidadão comum considera como válidos em determinada época. A enumeração exaustiva das regras de conduta que devem ser seguidas pelo administrador é praticamente impossível. Por isso a lei opta por estabelecer um padrão que será apreciado à luz da experiência do julgador” (PARENTE, Norma Jonssen. Tratado de Direito Empresarial. Mercado de Capitais. *In*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). Coleção Tratado de Direito Empresarial. Vol. 6., 2ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018).

esses dois deveres nucleares, que muitas vezes se interrelacionam em casos concretos, pode-se dizer que, de forma geral, o dever de diligência possui um caráter mais procedimental, envolvendo, assim, os procedimentos adotados pelo agente regulado para desempenhar suas funções de modo adequado e eficiente. Já o dever de lealdade está ligado, principalmente, a um comportamento ético que observe, em primeiro plano, os interesses do cotistas, de modo a não se admitir que os agentes regulados prestigiem seus próprios interesses em detrimento dos do fundo de investimento.<sup>8-9</sup>

As regras gerais sobre fundo de investimento, em especial o art. 92, I, da ICVM 555/14, colocam bastante peso na observância desses deveres pelos administradores e gestores de fundos de investimento, obrigando-os a atuar “com cuidado e diligência”, “praticando todos os atos necessários para [assegurar] a defesa dos direitos do cotista”, assim como com “lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida”.

Nelson Eizirik, sobre o tema, ressalta que o padrão de diligência a ser exigido dos administradores e gestores deve ser entendido de acordo com os atuais parâmetros da ciência da administração profissional, de modo que o agente regulado deve contar com conheci-

---

8 Sobre o conceito de dever de lealdade, a CVM assim o definiu ao julgar o PAS nº RJ 2015/12087: “72. O dever de lealdade, por seu turno, deriva da obrigação do exercício das funções valendo-se da boa-fé, tendo em vista os interesses do fundo e dos reais titulares do patrimônio, ou seja, os cotistas. Portanto, para que haja descumprimento do dever de lealdade, é necessário que o gestor ou administrador tenha praticado atos voltados a seus próprios interesses ou de terceiros em detrimento dos interesses do próprio Fundo.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/12087. Relator: Diretor Pablo Renteria. Rio de Janeiro, 24 jul. 2018.

9 Aliás, a exigência de que os agentes regulados (que atuam nos fundos de investimento) sejam registrados na CVM tem como objetivo permitir que o regulador fiscalize sua atuação e verifique se eles estão atuando em conformidade com a lei e a regulação da autarquia. Caso detectada alguma desconformidade, a CVM deverá agir para que a situação seja regularizada, podendo inclusive instaurar processos sancionadores e aplicar penas para desestimular comportamentos que sejam dissonantes com as regras postas.

mentos atualizados e atuar de forma ativa na proteção dos bens que lhe foram confiados:

O dever de diligência, de acordo com o moderno direito societário, não pode mais ser entendido simplesmente como o cuidado do bom pai de família. Atualmente, para se verificar se um administrador observou o dever de diligência é preciso comparar, hipoteticamente, sua atuação com o de um bom administrador de empresas. Ou seja, avaliar, caso a caso, qual seria a atitude recomendável, naquelas circunstâncias específicas, naquele tipo de negócio, de acordo com as normas da ciência da administração de empresas.<sup>10</sup>

Além disso, diante da complexidade do atual cenário do mercado de valores mobiliários, o cumprimento do dever de diligência, especialmente sob a perspectiva da fiscalização, vem adquirindo um caráter de natureza cada vez mais procedimental, exigindo que os regulados criem mecanismos de controle adequados e aptos a detectar as irregularidades cometidas por aqueles a quem devem fiscalizar.

Nesse sentido, o art. 19 da ICVM 558/15 é explícito ao determinar que o administrador “deve garantir, por meio de controles internos adequados, o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes, referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteiras de valores mobiliários e aos padrões ético e profissional” e que tais “controles internos devem ser efetivos e consistentes com a natureza, complexidade e risco das operações realizadas”.

Desta forma, como cabe ao administrador fiscalizar os profissionais por ele contratados, em especial o gestor terceirizado,<sup>11</sup> im-

---

10 EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. São Paulo: Editora Renovar, 2005. p. 68.

11 Art. 90, X, da ICVM 555/14 - Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: [...] XV – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

põe-se que o administrador adote mecanismos de controle adequados e aptos para detectar eventuais “irregularidades” cometidas pelos profissionais contratados para prestar serviços ao fundo de investimento.<sup>12</sup> Sobre o dever de controle, cumpre transcrever o irretocável voto do Diretor Alessandro Broedel, proferido no julgamento do PAS CVM nº 18/2008, cujas conclusões, embora analisando os deveres dos conselheiros de administração de companhias abertas, aplicam-se, por idênticas razões, ao administrador de fundo de investimento:

Este deve zelar para que sistemas apropriados estejam em operação em uma companhia, notadamente quando essa companhia, em sua atividade rotineira, realiza operações com instrumentos financeiros capazes de alterar parte significativa de seu resultado. Entendo, assim, que sistemas de monitoração e controle de riscos inoperantes ou ineficazes constituem violação ao dever de diligência, mais especificamente ao componente do dever de vigia.<sup>13</sup>

---

12 Sobre esse tema, afigura-se pertinente citar as técnicas observações de Otávio Yazbek, no julgamento do PAS CVM nº 18/2008, sobre a evolução do dever de diligência sobre a perspectiva da obrigação de fiscalização:

“De qualquer maneira, esse tipo de problema me leva ao segundo ponto que é a transformação pela qual o próprio standard de diligência, em especial no âmbito do Conselho de Administração, passou nos últimos decênios. No passado, ante demandas mais singelas, muito do conteúdo do dever de diligência estava relacionado ao dever de fiscalização direta dos conselheiros. Reconhecendo-se que essa fiscalização direta não era possível, mesmo por causa da natureza das atividades do conselho, se passou a reconhecer que o conselheiro deve se movimentar, deve buscar ativamente informações, apenas se houver algum "sinal de alerta", uma red flag, como se costuma dizer. Quando as atividades das empresas ganham complexidade, quando, ao lado das atividades operacionais, ganha espaço uma dimensão financeira, não tão secundária como ela era antes, mas importante e cheia de novos riscos, se tende a reconhecer que mesmo isso pode ser pouco. Começa, aí, uma progressiva e natural evolução daquele standard de zelo e diligência: se os conselheiros não podem fiscalizar diretamente, se muitas vezes lhes falta habilidade técnica, que se criem mecanismos que lhes permitam, de maneira mediada, apreender essa realidade e deliberar, ao cabo, de maneira informada”.

13 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/2008. Relator: Diretor Alessandro Broedel. Rio de Janeiro, 14 dez. 2010.

Conclui-se, desta forma, que cabe ao Administrador criar procedimentos e mecanismos que sejam adequados, ao menos em tese, para detectar possíveis irregularidades que venham a ocorrer na gestão do fundo de investimento, como foi inclusive explicitado no Ofício-Circular/CVM/SIN/6/2014, expedido pela Superintendência de Relação com Investidores Institucionais (SIN) com o “objetivo de orientar os administradores fiduciários e os gestores de fundos de investimento”:

Cumprе ressaltar que, no entendimento desta Superintendência, o referido dever de diligência implica, minimamente, na adoção de práticas consistentes, objetivas e passíveis de verificação, que sejam suficientes não só para entender e mensurar os riscos associados aos ativos investidos, como também para garantir um padrão aceitável de controles internos e de gerenciamento dos riscos operacional, de mercado, de liquidez e de crédito associados à gestão de recursos de terceiros. Essas práticas devem ser coerentes com os riscos assumidos em cada um dos mercados em que se está operando.<sup>14</sup>

## **2. Da possibilidade de delegação da gestão do fundo e da regra contratual da responsabilidade solidária entre administrador e gestor (entre outros profissionais contratados).**

O administrador concentra originalmente todos os poderes de representação do fundo,<sup>15</sup> permitindo a regulação (“faculdade”) que

---

14 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais. Ofício Circular nº 06/2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0614.pdf>

15 David Casz Schechtman e Caio Brandão sintetizam o papel central do administrador de fundo de investimentos: “Em linhas gerais, o administrador é a pessoa jurídica autorizada e

ele contrate terceiros, devidamente habilitados ou autorizados pela CVM, para prestação de determinados serviços no fundo, mas a escolha deve ser realizada de forma “criteriosa”, conforme determina o § 1º do art. 79 da ICVM 555/14.

A posição central à qual foi alçado o administrador no *design* da regulação da CVM sobre fundos de investimento é muito clara,<sup>16-17</sup> uma vez que ele detém a competência exclusiva para elaborar e redigir o “regulamento” (que é o documento base das relações do fundo), para realizar todos os atos necessários ao registro do fundo na CVM, para administrar o fundo de investimento durante seu funcionamento<sup>18</sup> e para escolher de forma criteriosa os profissionais que prestarão serviços regulados ao fundo, os quais ficam submetidos à fiscalização do próprio administrador (art. 90, X, da ICVM 555/14).

---

credenciada perante a CVM para o exercício de suas funções, possuindo a propriedade fiduciária dos recursos disponíveis, sendo assim, responsável pela organização e manutenção do fundo, devendo praticar atos necessários para administração do fundo” (SCHEHTMAN, David Casz; BRANDÃO, Caio. *Liberdade ou abuso contratual: limitação da responsabilidade por violação de deveres fiduciários de gestores e administradores de fundos de investimentos e a experiência dos Estados Unidos*. In: HANSZMAN, Felipe; HERMETO, Lucas (Coord.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais* – Vol. V. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. p. 303).

16 Carlos Martins Neto, em sua obra “A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações”, descreve com precisão a posição do administrador ao afirmar que ele é o responsável por exercer “todas as atividades necessárias para o seu regular funcionamento e manutenção”, com a possibilidade de “prestar diretamente tais serviços ou contratar terceiros para essa finalidade” (MARTINS NETO, Carlos. *A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações*. São Paulo: Almedina, 2017. p. 54-55).

17 Os arts. 6º e 79, caput e §§, da ICVM 555/14 preveem que a constituição do fundo é realizada pelo Administrador e que é deste a opção de contratar, com prévia e criteriosa seleção, o gestor do fundo, sendo que, neste caso, será obrigatória a previsão contratual de sua responsabilidade solidária com o gestor.

18 O art. 80 da ICVM 555/14 dá a exata dimensão do papel central desempenhado pelo Administrador na constituição e no funcionamento do fundo de investimento: “O administrador, observadas as limitações legais e as previstas nesta Instrução, tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo de investimento, sendo responsável pela constituição do fundo e pela prestação de informações à CVM na forma desta Instrução e quando solicitado”.

Em relação ao modelo regulatório adotado pela CVM, o poder de exercer os direitos do fundo perante as empresas investidas é originariamente detido pelo próprio administrador, que apenas tem a “faculdade” de delegar, no todo ou em parte, esses poderes:

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

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

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

Desta forma, o administrador, como figura central do fundo de investimento, exerce institucionalmente o papel de *gatekeeper*, a fim de preservar o ambiente desse segmento específico do mercado de valores mobiliários, de modo a que os investidores tenham a tranquilidade de saber que existe um participante regulado que estará fiscalizando os procedimentos e escolhendo bons profissionais para exer-

cer as funções relevantes no fundo, em especial a gestão (caso esta não seja exercida pelo próprio administrador). Sobre esse ponto, cumpre trazer as considerações da Diretora Ana Novaes no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2012/6987:

O administrador é o vigia do cotista em relação aos atos praticados pelo gestor, sem prejuízo de suas outras atribuições. Afinal, é ele quem contrata, em nome do fundo, o serviço de terceiros, inclusive a gestão. Nesse sentido, o art. 65, inciso XV, da Instrução CVM nº 409/04 preconiza ser dever do administrador fiscalizar os serviços prestados por terceiros ao fundo, incluindo-se aí os serviços de gestão. Além disso, o inciso XIII do mesmo artigo dispõe que é obrigação do administrador "observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto". Portanto, não há dúvidas de que o administrador é responsável também por zelar pela observância do regulamento do fundo.<sup>19</sup>

O administrador, portanto, tem a opção<sup>20</sup> de exercer diretamente a gestão ou de delegar essa função para um terceiro. Se fizer tal delegação, deverá, contudo, em atendimento aos seus deveres fiduciários e às regras da regulação, escolher de forma criteriosa, por meio de análise informada, o gestor. Além disso, conforme regras gerais da regulação, o administrador do fundo, ao optar por delegar a função de gestão, tem obrigação de prever regra contratual de responsabilidade civil solidária em virtude de atos irregulares de gestão,

---

19 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2012/6987. Relatora: Diretora Ana Novaes. Rio de Janeiro, 13 ago. 2013.

20 ICVM 409 – Art. 57. A contratação de terceiros devidamente habilitados ou autorizados para a prestação dos serviços de administração, conforme mencionado no art. 56, é faculdade do fundo [...]"

evitando, assim, que os cotistas sofram as consequências da má-escolha do gestor pelo administrador/*gatekeeper* do fundo.

A CVM, aliás, esclarece esse ponto de forma muito precisa no Relatório de Análise da Audiência Pública da ICVM 555, nos seguintes termos:

A CVM considera oportuno reforçar que, se por um lado o administrador tem a prerrogativa de delegar a prestação dos serviços de gestão do fundo, por outro lado ele não pode se esquivar das responsabilidades que possam advir da má prestação desses serviços, sendo seu dever supervisionar os serviços prestados por terceiros ao fundo.<sup>21</sup>

Essa regra regulatória não cria a responsabilidade solidária entre administrador e gestor, mas apenas exige que o administrador, caso opte por delegar a gestão, estipule regra contratual de solidariedade no instrumento de contratação do gestor.<sup>22</sup>

Nessa modelagem regulatória, os investidores permanecem, naturalmente, sujeitos aos riscos do investimento (intrínsecos ao mercado de valores mobiliários),<sup>23</sup> mas teriam minimizados os riscos de

---

21 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Relatório de Audiência Pública SDM Nº 04/14.

22 Sobre o tema, a CVM já teve oportunidade de esclarecer “que não está estabelecendo o regime de solidariedade por meio da Instrução, mas sim exigindo que o contrato entre as partes contenha tal previsão” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. Relatório de Audiência Pública SDM Nº 05/2015).

23 Não há, naturalmente, qualquer garantia de rentabilidade do investimento em fundos, uma vez que ganhar ou perder faz parte do “jogo” de qualquer investimento em renda variável, como é o caso da aquisição de cotas de um fundo de investimento. O que estamos aqui tratando, portanto, é de uma regra que busca preservar os cotistas diante de casos de atos irregulares de gestão, situação em que os cotistas estariam protegidos pela regra contratual de solidariedade entre gestor e administrador. Eleva-se, com isso, o nível de preservação do in-

danos em virtude de irregularidades e fraudes cometidas pelo gestor contratado pelo administrador, de modo que os investidores apenas precisariam avaliar e confiar na hignidez do administrador, o qual cumpriria o papel de fiscalizar e se responsabilizar civilmente pelos danos decorrentes de atos irregulares praticados pelos demais prestadores de serviço contratados pelo fundo.

Esse modelo regulatório busca gerar eficiência negocial, minimizando o custo total de avaliação no processo de aquisição de cotas em fundos de investimento, uma vez que o investidor não precisaria analisar a credibilidade e o risco de fraude ou outras irregularidades em relação a cada um dos prestadores de serviço do fundo de investimento, mas apenas em relação ao administrador, que, assim, desempenharia a função de *gatekeeper*, fiscalizando e se responsabilizando civilmente por danos decorrentes de atos irregulares que venham a ser causados pelos agentes regulados que vierem a ser por ele escolhidos e contratados para atuar no veículo de investimento.<sup>24</sup>

Não há, destarte, dúvida de que o desenho institucional da regulação da CVM escolheu o administrador<sup>25</sup> como a figura central do qual se irradiam os feixes de relações jurídicas pertinentes ao fundo de investimento, agregando-se, a partir dessas relações, uma garantia adicional ao cotista, que contará com a exigência contratual de regra de solidariedade do administrador pelos prejuízos sofridos em virtude dos atos irregulares realizados pelos profissionais/instituições

---

vestidor em relação ao risco de irregularidades (o que, repita-se, nada tem a ver com o risco de rentabilidade do investimento).

24 Excepcionadas apenas as funções de auditoria, em relação às quais não haveria necessidade de previsão de regra contratual de solidariedade do administrador (art. 79 da ICVM 555).

25 Na prática, pode-se até considerar que, em determinados fundos de investimento, a figura do gestor seria mais importante ou emblemática do que a do administrador, mas, juridicamente, isso não teria relevância, uma vez que, como já exposto, o administrador foi alçado, pela regulação da CVM, à posição central no fundo de investimento, de onde se irradiam as relações com os cotistas e prestadores de serviço.

para os quais o administrador delegou a gestão do fundo de investimento.

Sobre a regra de solidariedade, cumpre observar que esta decorre da lei ou da vontade das partes (art. 265 do CC/02). Na hipótese em análise, a solidariedade funda-se na vontade das partes, que a inseriu no contrato de gestão, pois, mesmo que a cláusula de solidariedade seja imposta pela regulação da CVM, a manifestação de vontade não estaria afastada, posto que contratualmente adotada. Todo e qualquer contrato encontra-se sujeito ao complexo normativo típico que lhe seja aplicável. Cabe às partes submeterem-se ao complexo normativo aplicável ou simplesmente deixar de contratar.

Assim, a obrigatoriedade de prever cláusula de solidariedade seria apenas uma norma regulatória a ser observada por todos aqueles que a ela estivessem sujeitos. Se assim não fora, todo o sistema regulatório conferido aos diversos órgãos de governo, autarquias e agências reguladoras, tais como o CMN, o BACEN e a própria CVM, estaria irremediavelmente comprometido.

Diante do complexo normativo que decorre da lei e da regulação da CVM, caberá aos agentes, que se encontrem legalmente sujeitos ao poder regulatório, tomar a decisão de contratar segundo esses preceitos, ou de simplesmente não contratar, fazendo uma opção semelhante à que faz qualquer pessoa diante da legislação que, através de normas imperativas, impõe formas típicas de contrato.<sup>26</sup> A au-

---

26 Se um administrador, descumprindo a regulação, deixar de prever a cláusula de solidariedade, estará naturalmente sujeito a punição administrativa pela CVM, mas sob o aspecto cível a solidariedade só existirá quando for efetivamente prevista em contrato celebrado pelo administrador, sem o que não haveria como se presumir tal responsabilidade. Não se deve confundir a responsabilidade civil contratual com as responsabilidades administrativa ou criminal, uma vez que a primeira busca preservar o patrimônio dos cotistas contra atos irregulares realizados pelos profissionais contratados pelo administrador em nome do fundo de investimento, enquanto, nas esferas administrativa e criminal, busca-se punir infratores por atos irregulares por eles cometidos. Apenas a responsabilidade administrativa e criminal demanda culpa pessoal, diferentemente da responsabilidade solidária contratual, cujo objetivo é justamente preservar o patrimônio dos cotistas contra os atos irregulares praticados pelo gestor. Se assim não fosse,

tonomia da vontade, nesse caso, exerce-se quando se decide contratar ou não contratar.

Quem celebra um contrato típico, ou mesmo um contrato parcialmente regulado, não sofre, em realidade, qualquer invasão em sua esfera subjetiva de direitos. Sofreria se fosse obrigado a contratar. Quem se submete à norma legal não incorre em vício de consentimento, porquanto, ao decidir contratar, consentiu em aceitar o complexo normativo imanente e inerente ao negócio celebrado.

Cumpra ainda esclarecer que a Lei nº 13.874/2019, a chamada Lei da Liberdade Econômica, não proibiu cláusula de solidariedade entre o administrador e os demais prestadores de serviços aos fundos de investimento, apenas permitiu a adoção ou não dessas cláusulas.<sup>27</sup> Além disso, referida lei foi expressa ao ressaltar que, em sendo alteradas as regras pertinentes à responsabilidade, o período pretérito ficaria regulado pelas regras contratuais ou regulatórias então vigentes.<sup>28</sup>

### **3. Da eventual atuação irregular de diretores da cotista em conluio com o gestor do fundo de investimento.**

As pessoas jurídicas não se confundem com os seus administradores. O diretor que age deliberadamente contra a sociedade não

---

seria totalmente despcienda a previsão contratual de responsabilidade solidária, uma vez que, para responsabilização do administrador por atos próprios, não haveria sequer necessidade de norma contratual, já sendo a legislação/regulação suficiente para tanto.

27 O novo art. 1.368-D do Código Civil não proíbe a solidariedade, mas apenas dispõe que os envolvidos definirão as regras de responsabilidade dos agentes que atuam no fundo de investimento, o que está em sintonia com as outras recentes novas regras do Código Civil, também inseridas pela Lei de Liberdade Econômica, que prestigiam a liberdade das partes e a excepcionalidade da revisão contratual. Tem-se, portanto, apenas uma norma de direito civil, atinente à matéria contratual, e de conteúdo apenas permissivo.

28 Conforme redação do § 1º do novo art. 1.368-D, acrescentado ao Código Civil pela Lei 13.284/19.

atua como representante desta, mas sim contra seus interesses, e quem se associa ao diretor nessa atuação dolosa é igualmente responsável, de modo que, se o gestor do fundo atuar contra a cotista pessoa jurídica em conluio com o seu diretor, ambos serão responsáveis pelos danos causados, jamais se podendo cogitar de ausência de responsabilidade nesse cenário impregnado de dolo e irregularidades.

Os administradores das sociedades, fundações e associações de previdência privada mantêm, por força de seus estatutos, o poder de representar a entidade, mas devem atuar no interesse da pessoa jurídica que representam. Quando, portanto, esses administradores se afastam dolosamente de seus deveres institucionais e passam a agir contra os interesses da entidade, eles já não as representam, e, por essa razão, passam a responder civilmente por todos os danos que lhe causarem.

A responsabilidade civil e, portanto, o dever de indenizar ocorre sempre que o administrador, por atuação dolosa, causa dano à sociedade (art. 158 da Lei nº 6.404/76). Essa prática ilegal desloca o administrador de sua posição de órgão social, colocando-o na condição de antagonista, ou seja, de parte adversa da própria sociedade. Quem se acumplicia a esse administrador nessa prática delituosa, não se acumplicia, evidentemente, à sociedade, mas sim ao próprio administrador, contra a sociedade.

A lógica do sistema já conduziria a essa conclusão, pois não seria juridicamente aceitável transformar a vítima, que é pessoa jurídica, em coautora de um delito contra ela própria perpetrado, com o efeito de livrar o terceiro, que se associou ao administrador para lesar a instituição, dos efeitos civis da ação delituosa a ambos imputável.

O legislador, no entanto, tratou dessa disfuncional situação, disciplinando a “responsabilidade dos administradores” das sociedades anônimas que contra esta viessem a atuar, prevendo o seguinte no § 5º do art. 158 da Lei nº 6.404/76:

Art.158 [...]

§ 5º Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática do ato com violação da lei ou do contrato.

A doutrina sobre o tema é pacífica no sentido de que o administrador que age contra a sociedade da qual é administrador responde, em conjunto com os outros coautores do ilícito, pelos danos sofridos pela pessoa jurídica. Verifiquem-se, sobre o tema, as lições de Fran Martins, Sampaio de Lacerda, Egberto Lacerda Teixeira, José Alexandre Tavares Guerreiro e Sergio Campinho:

A nova lei não trata apenas dos casos de responsabilidade dos administradores por atos praticados ou por omissões, de que resultem prejuízos para a sociedade; também dispõe que ‘responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática do ato com violação da lei ou do estatuto (§ 5º).<sup>29</sup>

Responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática do ato com violação da lei ou do estatuto. É o que diz o § 5º do art. 158. Desse modo como o texto usa da expressão quem de um modo geral, impossível enumerar que pessoas deveriam estar abrangidas pela norma legal. Pode-se, todavia exemplificar. Assim, qualquer intermediário na operação, seja ou não empregado da companhia ou, de forma particular, de algum administrador, ocupe a posição que seja, de advogados, de economistas, de

---

29 MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, Vol. 2, Tomo I, Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 409.

contadores etc. Muita vez são terceiros que levam os administradores à prática desses atos, sob diversas alegações.<sup>30</sup>

O § 5º do art. 158 finalmente dispõe que responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto.<sup>31</sup>

Por derradeiro, cabe anotar que responderá solidariamente com o administrador todo aquele que, com o fim de obter vantagem pessoal ou em prol de terceiro, concorrer para a prática de ato violador da lei ou do estatuto (§ 5º do at. 158).<sup>32</sup>

Essas normas, assim como a doutrina transcrita, embora dirigidas à sociedade anônima, aplicam-se, por analogia, a todas as sociedades, assim como a todas as pessoas jurídicas e organismos coletivos institucionalizados, abrangendo, conseqüentemente, os fundos de pensão e os fundos de investimento. Assim, a aplicação dessa regra para todas as pessoas jurídicas comporta-se no âmbito da analogia *legis*, uma vez que a norma existente, dirigida à sociedade anônima, apresenta a mesma essência da que seria aplicável a todos os demais entes coletivos, igualmente sujeitos a uma administração profissional.<sup>33</sup>

---

30 SAMPAIO DE LACERDA, J.C. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 1978. p. 209.

31 LARCERDA TEIXEIRA, Egberto; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, Vol. 2. São Paulo: J. Bushatsky, 1979. p. 479.

32 CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*, Rio de Janeiro: Renovar, 2015. p. 384.

33 Carlos Maximiliano, em sua obra clássica “Hermenêutica e Aplicação do Direito” define, de forma lapidar, a analogia, nos seguintes termos: “A analogia *legis* apoia-se em uma regra existente, aplicável a hipótese semelhante na essência; a analogia *juris* lança mão do conjunto de normas disciplinadoras de um instituto que tenha pontos fundamentais de contato com aquele que os textos positivos deixaram de contemplar; a primeira encontra reservas de solução nos próprios repositórios de preceitos legais; a segunda, nos princípios gerais do Direito” (MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. Rio de Janeiro: Forense, 2001. 19ª

Pode-se, no entanto, mesmo abstraindo-se dessa regra que torna o terceiro, cúmplice do administrador, tão responsável quanto este, no que tange aos danos causados ao ente coletivo, entender que essa responsabilidade resulta da natureza das coisas, pois, se assim não fosse, qualquer aventureiro poderia, livre de qualquer risco, avançar sobre o patrimônio dos entes coletivos, especialmente dos fundos de pensão, bastando para tanto acumpliciar-se com administradores da entidade.

## **Conclusão.**

Pode-se, diante do exposto, concluir que a cláusula de responsabilidade civil solidária entre administrador e gestor para fins de ressarcimento de cotista de fundo de investimento em virtude de atos irregulares de gestão, possui natureza contratual, muito embora possa ter relação com norma regulatória da CVM que determina a previsão dessa regra no contrato de gestão. O fato de a CVM impor uma cláusula contratual na regulação para a hipótese de terceirização de serviço não quer dizer que a autarquia estaria criando a solidariedade, mas sim que o administrador, caso opte por contratar um gestor, terá que definir contratualmente essa obrigação para estar em conformidade com a regulação, o que é bem diferente de criar a solidariedade.

A responsabilidade civil solidária contratual do administrador de fundo não se confunde com sua responsabilidade pessoal pela fis-

---

ed., p. 172). As lições de José de Oliveira Ascensão também esclarecem bastante a questão da aplicação analógica: "A analogia repousa na exigência, a que o pensamento atual é extremamente sensível, do tratamento igual de casos semelhantes. Se uma regra estatui de certa maneira para um caso, é natural que, apesar do silêncio, um caso análogo seja resolvido da mesma forma. Uma regra que disciplina a administração das sociedades por quotas pode ser aplicável às sociedades anônimas, havendo a mesma razão de decidir. O intérprete procederá então de semelhante a semelhante, na feliz expressão de nossas Ordenações." (ASCENSÃO, José de Oliveira. *O direito – Introdução e teoria geral*, Lisboa: Almedina, 1980. p. 402).

calização dos profissionais contratados, de modo que ele pode vir a ser responsabilizado civilmente por atos irregulares do gestor independentemente de culpa na fiscalização, uma vez que a cláusula de solidariedade, definida em contrato, demanda apenas a comprovação da culpa ou dolo do gestor, estendendo-se a responsabilidade ao administrador em virtude da cláusula de solidariedade.

Por fim, cumpre ressaltar que eventual conluio do gestor do fundo com diretor da cotista pessoa jurídica não exime de responsabilidade nem o gestor nem o administrador do fundo (responsável solidário), uma vez que o diretor que age dolosamente contra os interesses da pessoa jurídica a que está vinculado não a estará representando, mas sim agindo contra a pessoa jurídica, de modo que se aplicaria ao caso o art. 158 da Lei nº 6.404/76, segundo o qual o diretor da sociedade e os terceiros que atuarem dolosamente contra os interesses da companhia respondem solidariamente pelos danos causados.