

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

RODRIGO BONITO GATTI MORONI

**A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS GESTORES DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO**

**SÃO PAULO
2025**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO

RODRIGO BONITO GATTI MORONI

**A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS GESTORES DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de graduação em Direito, área de Direito Comercial, da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como requisito essencial para a obtenção do grau de bacharel em curso de graduação de Direito.

Orientação: Prof.^a Dr.^a Maria Rita Rebello Pinho Dias

SÃO PAULO
2025

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e avó, pelo apoio constante não apenas na escolha do curso de Direito, mas ao longo de toda a minha trajetória na Faculdade.

Aos meus amigos e colegas, por terem tornado a experiência na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo única, fazendo dos últimos cinco anos um período que guardarei com carinho.

À minha namorada, pelo apoio incondicional e pela compreensão diante das longas horas dedicadas ao trabalho e aos estudos.

A toda a comunidade acadêmica da PUC-SP, em especial à minha orientadora, pelos ensinamentos que ultrapassam o âmbito jurídico e que contribuíram decisivamente para a construção deste trabalho.

RESUMO

MORONI, Rodrigo. A Responsabilidade Civil dos Gestores de Fundos de Investimento.
Bacharelado em Direito - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2025.

O presente Trabalho de Conclusão de Curso analisa a responsabilidade civil dos gestores de fundos de investimento perante o mercado e os investidores, à luz da legislação civil e do regime regulatório da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Demonstra-se que a responsabilização desses profissionais deve observar os deveres fiduciários e a natureza de obrigação de meio inerente à gestão de recursos de terceiros, afastando-se a aplicação indiscriminada do Código de Defesa do Consumidor. Partindo da caracterização jurídica dos fundos como condomínios especiais (art. 1.368-C do Código Civil), o estudo examina as normas que regem a atuação dos gestores, em especial a Resolução CVM nº 175/2022 e o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas, que impõem padrões de diligência, lealdade e transparência. A pesquisa inclui análise de precedentes do Superior Tribunal de Justiça e de processos sancionadores da CVM, que ilustram hipóteses de gestão temerária ou desleal. À luz da doutrina contemporânea (Perricone, Di Biase, Gregório da Silva, entre outros), conclui-se que o sistema jurídico brasileiro já oferece instrumentos suficientes de tutela ao investidor, baseados na boa-fé objetiva e na regulação setorial, de modo que a aplicação automática do regime consumerista gera insegurança e distorções. Defende-se, assim, a consolidação de um modelo de responsabilidade subjetiva e fiduciária, que assegure equilíbrio entre a proteção ao investidor e a segurança jurídica do gestor.

Palavras-chave: responsabilidade civil; fundos de investimento; dever fiduciário; gestores de recursos; CVM; Código de Defesa do Consumidor.

ABSTRACT

MORONI, Rodrigo. **The Civil Liability of Investment Fund Managers.** Bachelor of Laws - Pontifical Catholic University of São Paulo, São Paulo, 2025.

This thesis examines the civil liability of investment fund managers towards the market and investors, considering Brazilian civil law and the regulatory framework established by the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM). It demonstrates that the liability of these professionals must be assessed according to their fiduciary duties and the nature of an obligation of means inherent in the management of third-party assets, thereby rejecting the indiscriminate application of the Consumer Defense Code. Based on the legal characterization of investment funds as special condominiums (Article 1.368-C of the Civil Code), the study analyzes the rules governing managers' conduct, particularly CVM Resolution No. 175/2022 and the ANBIMA Code of Regulation and Best Practices, which impose high standards of diligence, loyalty, and transparency. The research includes an examination of precedents from the Superior Court of Justice and administrative sanctioning proceedings by the CVM that illustrate cases of negligent or disloyal management. Drawing on contemporary legal scholarship (Perricone, Di Biase, Gregório da Silva, among others), the study concludes that the Brazilian legal system already provides sufficient investor protection mechanisms through the principles of good faith and sectoral regulation. The automatic application of consumer law to investment funds, therefore, generates legal uncertainty and conceptual distortions. Ultimately, the paper advocates for the consolidation of a subjective and fiduciary liability regime capable of balancing investor protection with legal certainty for professional fund managers.

Keywords: civil liability; investment funds; fiduciary duties; asset management; CVM; Consumer Defense Code.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	8
2	PAPEL E RESPONSABILIDADES DOS GESTORES DE FUNDOS	11
2.1	DEFINIÇÃO E FUNÇÃO ESTRATÉGICA DO GESTOR DE FUNDOS	11
2.2	ATRIBUIÇÕES PRINCIPAIS: EXECUÇÃO DA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS E DILIGÊNCIA DECISÓRIA	11
2.3	DEVERES FIDUCIÁRIOS: LEALDADE, DILIGÊNCIA, TRANSPARÊNCIA E PREVENÇÃO DE CONFLITOS	13
2.4	NORMAS DE CONDUTA DA CVM E DA ANBIMA COMO INSTRUMENTOS DE GOVERNANÇA	15
2.5	PROTEÇÃO DOS COTISTAS E A (IN)APLICABILIDADE SUBSIDIÁRIA DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR.....	17
3	RESPONSABILIZAÇÃO DE GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL	22
3.1	TRANSPARÊNCIA E PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÕES NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	22
3.2	JURISPRUDÊNCIA: CASOS DE RESPONSABILIZAÇÃO CIVIL DE GESTORES DE FUNDOS	26
3.3	PROCESSOS SANCIONADORES DA CVM ENVOLVENDO GESTORES DE FUNDOS	29
3.4	CULPA, NEXO CAUSAL E DANO: PADRÕES DE INTERPRETAÇÃO DO STJ E DA CVM	32
3.5	ANÁLISE DOUTRINÁRIA SOBRE A RESPONSABILIDADE DE GESTORES DE FUNDOS	35
4	DESAFIOS E PERSPECTIVAS DA RESPONSABILIDADE DOS GESTORES	40
4.1	PROBLEMAS NA APLICAÇÃO DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR AOS COTISTAS DE FUNDOS	40
4.2	ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À EQUIPARAÇÃO DO COTISTA A CONSUMIDOR	41
4.3	BOA-FÉ DO GESTOR COMO EXCLUDENTE DE RESPONSABILIDADE INJUSTA	43

4.4	TENDÊNCIAS RECENTES: LITIGÂNCIA, PRESSÃO REGULATÓRIA E EVOLUÇÃO JURISPRUDENCIAL	44
4.5	PROPOSTAS PARA APRIMORAR A GOVERNANÇA E LIMITAR A RESPONSABILIZAÇÃO INDEVIDA DOS GESTORES.....	47
5	CONCLUSÃO.....	50
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	56

1 INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento tornaram-se instrumentos essenciais de captação de recursos no mercado financeiro moderno ao congregarem poupanças de diversos investidores para aplicação coletiva em portfólios diversificados. Essa importância reflete-se em números expressivos: ao final de 2021 existiam, no Brasil, mais de 27 mil fundos, somando patrimônio líquido aproximado de R\$ 6,9 trilhões. Além de democratizarem o acesso a investimentos sofisticados – possibilitando a pequenos aplicadores benefícios como diversificação, liquidez e gestão profissional – os fundos canalizam recursos privados para diversos setores da economia, cumprindo, assim, relevante função de fomento econômico.

Juridicamente, o fundo de investimento caracteriza-se como uma comunhão de recursos em forma de condomínio especial, sem personalidade jurídica própria. Em outras palavras, trata-se de um patrimônio coletivo pertencente aos cotistas, regido por um regulamento e administrado por terceiros, no qual cada investidor detém quotas proporcionais. Essa natureza condoninal especial foi positivada com a inclusão do art. 1.368-C no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica (Lei n.º 13.874/2019), o qual define expressamente o fundo como um condomínio de finalidade específica (aplicação em ativos financeiros) e consagra a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como autoridade reguladora setorial dos fundos.

Por consequência, os fundos sujeitam-se a um regime regulatório próprio, composto por normas emanadas da CVM – autarquia federal criada pela Lei n.º 6.385/1976 justamente para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários – e por dispositivos do Código Civil e legislação especial pertinentes.

Nesse contexto, destaca-se a recente Resolução CVM n.º 175/2022, que consolidou e atualizou a regulamentação dos fundos de investimento. Essa norma geral, resultante de amplo debate setorial, passou a disciplinar de forma unificada a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos, substituindo antigas Instruções CVM (como as de n.º 555/2014 e 356/2001) e alinhando a estrutura jurídica dos fundos brasileiros aos padrões internacionais.

A RCVM 175/2022 inovou ao equiparar as figuras do administrador fiduciário e do gestor de recursos como “prestadores de serviços essenciais” do fundo, refletindo a importância crucial de ambos na operação do veículo de investimento. Outras normas complementares incluem, por exemplo, a Resolução CVM n.º 160/2022, que reformulou as regras de ofertas públicas de valores mobiliários – aplicáveis às distribuições de cotas de fundos – e os Códigos de Regulação da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de

Capitais), que estabelecem melhores práticas voluntárias adotadas pelas instituições do mercado. Tais códigos setoriais reforçam padrões de conduta fiduciária, padronização de procedimentos e divulgação transparente de informações, promovendo a concorrência leal e a proteção dos investidores.

No centro da governança de um fundo de investimento está a figura do gestor, profissional ou instituição responsável pela administração da carteira de ativos do fundo. Por manejear recursos de terceiros, o gestor assume deveres fiduciários elevados perante os cotistas, devendo atuar com lealdade, diligência e transparência na condução dos investimentos.

A regulamentação impõe ao gestor obrigações técnicas específicas – como a observância da política de investimentos do fundo, a busca das melhores condições nas operações e a prevenção de conflitos de interesse – tudo com vistas à tutela dos interesses dos investidores. Esses deveres encontram fundamento nos princípios da boa-fé objetiva e da confiança, basilares tanto no direito civil (art. 422 do Código Civil) quanto no microssistema de tutela do investidor. Inclusive, a RCVM 175/2022 explicitou tais princípios ao dispor que administradores e gestores devem evitar práticas que comprometam a relação fiduciária com os cotistas, agir com lealdade em relação aos interesses destes, empregar o cuidado de um homem prudente ao gerir negócios alheios e sempre buscar as melhores condições em suas operações.

Diante desse arcabouço normativo próprio, surge o problema jurídico que motivou o presente estudo: a identificação de distorções na responsabilização dos gestores de fundos quando se tenta aplicar, de forma indevida ou irrestrita, o Código de Defesa do Consumidor (CDC) a relações entre cotistas e gestores. Em algumas demandas judiciais, investidores lesados procuram enquadrar a gestão do fundo como uma prestação de serviço regida pelo CDC, pleiteando a responsabilização objetiva do gestor por prejuízos sob alegação de “defeito do serviço” ou invocando a inversão do ônus da prova em seu favor.

Tal abordagem consumerista, porém, conflita com a natureza *sui generis* dos fundos e com o regime técnico a eles aplicável. Diferentemente de um típico fornecedor de serviços de consumo, o gestor de fundo não promete um resultado específico ao investidor; sua obrigação jurídica é de meio, pautada pelo empenho diligente e profissional na busca da melhor performance possível dentro dos limites de mercado. O investimento em fundos implica riscos inerentes de mercado que não podem ser eliminados – risco esse assumido pelo cotista ciente das volatilidades, não configurando por si só qualquer vício ou ilicitude. Assim, a aplicação mecânica das normas do CDC tende a desvirtuar os limites da atuação técnica do gestor, equiparando-o indevidamente a um garantidor de resultados e gerando insegurança jurídica ao setor.

Este trabalho defende, em sua tese central, que a responsabilização dos gestores de fundos de investimento deve observar rigorosamente os contornos de sua função técnica e fiduciária, à luz do regime jurídico especial que lhes é aplicável, não se devendo recorrer ao Código de Defesa do Consumidor salvo em caráter subsidiário e compatível. Em outras palavras, sustenta-se que os deveres de diligência, lealdade e informação impostos ao gestor – bem como os mecanismos de supervisão da CVM e sanção por descumprimento – já fornecem proteção suficiente ao cotista, de modo que a tutela adicional do CDC mostra-se, além de desnecessária, potencialmente inadequada.

A boa-fé objetiva deve orientar a análise da conduta do gestor e delimitar sua responsabilização civil: havendo violação comprovada dos deveres fiduciários com prejuízo ao investidor, responderá o gestor nos termos da lei; por outro lado, inexistindo ilícito ou culpa, não se pode penalizá-lo simplesmente por oscilações ou perdas inerentes ao investimento. Essa perspectiva, amparada em doutrina e na jurisprudência mais recente, será desenvolvida ao longo do trabalho. Cumpre, inicialmente, examinar com maior profundidade o papel e as responsabilidades dos gestores de fundos, base sobre a qual se construirá a argumentação jurídica subsequente.

2 PAPEL E RESPONSABILIDADES DOS GESTORES DE FUNDOS

2.1 DEFINIÇÃO E FUNÇÃO ESTRATÉGICA DO GESTOR DE FUNDOS

O gestor de fundos de investimento – também chamado de gestor de recursos – é o profissional ou entidade responsável por administrar a carteira de ativos financeiros pertencentes ao fundo, tomando decisões de investimento alinhadas à política delineada no regulamento do fundo.

Diferentemente do administrador fiduciário (que cuida da estrutura do fundo, aspectos operacionais e de compliance), o gestor atua de forma estratégica no ativo do fundo, selecionando os ativos que compõem a carteira e definindo os momentos de compra e venda de acordo com os objetivos e riscos pretendidos pelo fundo. Em outras palavras, compete ao gestor “praticar os atos necessários à gestão da carteira de ativos” do fundo, exercendo um papel central na performance e no direcionamento do investimento coletivo.

Historicamente, a figura do administrador concentrava grande parte da condução dos fundos de investimento. Entretanto, a regulamentação recente reorganizou as funções entre administrador e gestor. A Resolução CVM n.º 175/2022 inovou ao qualificar ambos – administrador fiduciário e gestor de recursos – como “prestadores de serviços essenciais” do fundo, definindo atribuições específicas para cada um e afastando a solidariedade automática entre eles no cumprimento de seus deveres. Na prática, isso significa que o administrador se ocupa preponderantemente do passivo (estruturação do veículo, controles, operações de back office, custódia e cumprimento regulatório), enquanto ao gestor cabem as funções relativas ao ativo do fundo, isto é, à gestão da carteira de investimentos em si.

Essa divisão de responsabilidades reconhece que é o gestor quem formula a tese de investimento, estrutura o portfólio e frequentemente capta os investidores e escolhe terceiros prestadores de serviços do fundo – papel de destaque que justificou sua equiparação ao administrador em grau de importância na governança do fundo.

2.2 ATRIBUIÇÕES PRINCIPAIS: EXECUÇÃO DA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS E DILIGÊNCIA DECISÓRIA

Entre as atribuições principais do gestor de fundos está a execução da política de investimentos fixada no regulamento e prospecto do fundo. Em cumprimento a essa política, o gestor realiza a gestão cotidiana do portfólio, decidindo quais ativos financeiros serão

comprados ou vendidos, em que momento e em que quantidade, sempre em nome do fundo e no interesse dos cotistas. Para tanto, o gestor pode contratar, em nome do fundo, serviços necessários à operação da carteira – por exemplo, intermediários (corretoras) para executar ordens de compra e venda, agentes de distribuição para as cotas do fundo, consultores de investimento, classificadoras de risco, entre outros. As normas da CVM (2022) conferem ao gestor os poderes e a autonomia necessários para esse fim: “observadas as limitações legais e regulamentares, [o gestor] tem poderes para praticar todos os atos necessários à administração da carteira”. Em suma, cabe ao gestor operacionalizar a estratégia de investimento, mantendo a carteira aderente aos objetivos e limites de risco estabelecidos.

O gestor deve exercer suas atribuições com elevado grau de diligência profissional. Isso significa agir com o cuidado e a expertise esperados de um administrador de recursos financeiros, realizando análises adequadas de risco e retorno, diversificando investimentos quando necessário e tomando decisões informadas. As obrigações do gestor, contudo, são normalmente caracterizadas como obrigações de meio, e não de resultado: espera-se do gestor melhores esforços e prudência na condução dos investimentos, não a garantia de resultados específicos. Assim, eventuais perdas sofridas pelos cotistas em razão de oscilações normais de mercado ou riscos inerentes aos ativos não implicam, por si sós, falha do gestor.

Conforme destaca a doutrina, o gestor não pode ser responsabilizado pelas perdas do fundo decorrentes dos riscos intrínsecos à atividade de investir, pois esses riscos “são justamente o que remunera o investidor em caso de sucesso” – devendo o investidor arcar com os resultados adversos de sua decisão de alocação de recursos. Em outras palavras, o insucesso do investimento, quando devido a flutuações de mercado dentro da normalidade, não configura má gestão ou culpa do gestor (Cavalieri Filho, 2016).

Por outro lado, se o desempenho negativo do fundo decorrer de atos ou omissões do gestor que contrariem seus deveres (por exemplo, operações não autorizadas pelo regulamento, imprudência extrema além do perfil do fundo, ou mesmo fraude), aí sim poderá restar caracterizada a responsabilidade do gestor pelos danos causados ao patrimônio do fundo. Nesses casos, será imprescindível demonstrar que o gestor agiu com negligência, imprudência ou dolo, violando parâmetros objetivos de conduta esperados – em suma, que houve “má-gestão”.

A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) tem associação direta entre o conceito de má-gestão e a assunção de riscos excessivos ou incompatíveis com o fundo. Por exemplo, em voto no REsp 1.724.722/RJ, a Min. Nancy Andrighi ponderou que a mera tomada de risco pelo gestor, por si só, “não caracteriza [...] um ato de má gestão”, dado que certos

fundos têm como objetivo estratégias arrojadas; somente haverá ilícito se o gestor ultrapassar os limites do mandato ou atuar em desconformidade com os deveres fiduciários que lhe competem.

2.3 DEVERES FIDUCIÁRIOS: LEALDADE, DILIGÊNCIA, TRANSPARÊNCIA E PREVENÇÃO DE CONFLITOS

No exercício de suas funções, o gestor de fundos de investimento está sujeito a rigorosos deveres fiduciários em relação aos cotistas. Tais deveres decorrem da natureza fiduciária da atividade de gestão de recursos de terceiros, que exige padrões elevados de conduta, boa-fé e prioridade dos interesses dos beneficiários (no caso, os investidores do fundo). Dentre os deveres fiduciários do gestor, quatro se destacam:

- **Dever de diligência:** obriga o gestor a agir com cuidado, técnica e prudência na gestão da carteira, empregando toda a competência e informações disponíveis para tomar decisões de investimento acertadas e adequadas ao perfil do fundo. É a responsabilidade de gerir o dinheiro alheio como um “bom pai de família” (*bonus pater familias*) ou, na formulação moderna, como um profissional diligente e probo. Esse dever inclui acompanhar continuamente o mercado, avaliar os riscos dos ativos, cumprir a regulamentação aplicável e as políticas internas do fundo, bem como fiscalizar os serviços de terceiros contratados que impactem o fundo. Por exemplo, se o gestor delega a custódia ou contrata um consultor, deve zelar para que esses prestadores atuem corretamente. O dever de diligência está positivado em normas da CVM (2022) e é cobrado tanto na esfera administrativa quanto na civil – havendo inclusive previsão de que o gestor comprove, em caso de questionamento, que atuou com toda a diligência devida no desempenho de suas funções.

- **Dever de lealdade:** impõe ao gestor atuar sempre *no melhor interesse do fundo e de seus cotistas*, acima de quaisquer interesses próprios ou de terceiros a ele relacionados. Em essência, o gestor deve colocar os interesses dos investidores à frente dos seus (*duty of loyalty*). Esse dever se traduz em diversas práticas: evitar conflitos de interesse ou, quando inevitáveis, administrá-los de forma transparente e equitativa; abster-se de obter vantagens pessoais indevidas com informações ou oportunidades decorrentes da gestão; não se valer do patrimônio do fundo em benefício próprio ou de partes relacionadas. A

prevenção de conflitos de interesse é, portanto, um corolário da lealdade – o gestor deve identificar potenciais conflitos (por exemplo, negociar ativos de empresas ligadas a ele, ou gerir recursos de fundos diferentes com políticas semelhantes) e tratá-los de modo a não lesar os cotistas. Regras de conduta da CVM (2022) e da ANBIMA (2016) reforçam esse ponto, vedando operações que configurem autonegociação abusiva ou que privilegiem um fundo/cliente em detrimento de outro, e exigindo políticas de gerenciamento de conflitos nas gestoras. Em suma, o gestor fiduciário deve ser um guardião dos interesses dos cotistas, agindo com absoluta retidão e lealdade.

- **Dever de informação (transparência):** consiste na obrigação de manter os cotistas e o mercado informados, de forma clara, veraz e tempestiva, sobre os aspectos relevantes da gestão e do fundo. Inclui a prestação das informações periódicas exigidas (balanços, demonstrações de desempenho, composição da carteira, relatórios de riscos etc.), bem como a comunicação imediata de fatos relevantes ou situações excepcionais que afetem o fundo. Mais do que isso, abrange o dever de informar adequadamente os riscos envolvidos na estratégia do fundo e nos ativos investidos, de modo que os cotistas tenham plena ciência do perfil de risco-retorno de seu investimento. Esse dever encontra fundamento tanto no art. 6º, III do Código de Defesa do Consumidor (que lista o direito à informação adequada como básico nas relações de consumo) quanto nas normas específicas do mercado financeiro. Sérgio Cavalieri Filho (2016), ao tratar da responsabilidade civil nas relações de consumo, enfatiza que recai sobre o fornecedor de serviços o “dever de dar ao consumidor todas as informações sobre os riscos do produto ou serviço”, como parte integrante da boa-fé objetiva na relação jurídica. Por analogia, no âmbito dos fundos de investimento, o gestor tem o dever legal e ético de prover aos investidores total transparência, sob pena de incorrer em responsabilidade por omissão informacional ou indução em erro. A jurisprudência já reconheceu casos de falha do gestor em informar riscos como causa de dever de indenizar: p.ex., há decisões condenando gestoras por omissão de informações relevantes acerca da natureza e riscos de certas operações que geraram prejuízo aos investidores.
- **Dever de atuação dentro dos limites legais e contratuais:** ainda que não explicitamente citado entre os deveres fiduciários clássicos, é fundamental lembrar que o gestor deve obedecer rigorosamente às disposições do regulamento do fundo, da regulamentação da CVM (2022) e da legislação aplicável. Isso significa respeitar os

objetivos e políticas de investimento pactuados, os limites de aplicação (percentuais máximos por ativo, por emissor, alavancagem etc.), as vedações impostas (por exemplo, alguns fundos não podem aplicar em ativos do próprio gestor ou partes a ele relacionadas, salvo condições específicas), entre outras regras. O Código Civil, em seu art. 1.368-C, §2º, estabelece que cabe à CVM disciplinar o funcionamento dos fundos de investimento, e o regulamento de cada fundo funciona como um “contrato” multilateral entre os cotistas, o gestor e o administrador – devendo o gestor cumpri-lo fielmente. Assim, agir fora dos limites permitidos, seja assumindo riscos além do mandatado ou descumprindo normas, configura violação dos deveres fiduciários e pode ensejar responsabilidade por parte do gestor.

Em resumo, os deveres fiduciários de lealdade, diligência e transparéncia – bem como a obrigação de prevenir conflitos de interesse – formam um conjunto de proteções para os cotistas. Esses deveres já existem expressamente nas normas que regem a atividade de gestão e são reiterados pela doutrina. Por exemplo, Nicholas Furlan Di Biase (2023), ao analisar a responsabilidade dos administradores e gestores de fundos, sintetiza que as obrigações fiduciárias do gestor englobam “o dever de diligência, [o dever] de lealdade e [o dever] de informação” para com os investidores. Tais obrigações impõem ao gestor um padrão de conduta comparável ao dos tutores ou curadores no Direito Civil, exigindo-lhe máxima boa-fé, sob pena de sanções.

2.4 NORMAS DE CONDUTA DA CVM E DA ANBIMA COMO INSTRUMENTOS DE GOVERNANÇA

Os deveres acima mencionados não são apenas conceitos abstratos, mas estão positivados e detalhados em um arcabouço normativo robusto, que funciona como instrumento de governança no mercado de fundos. Em primeiro lugar, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – autarquia federal criada pela Lei n.º 6.385/1976 – supervisiona e regula a atuação dos gestores de fundos de investimento. A própria Lei n.º 6.385/76 estabelece, em termos gerais, que a CVM tem poder para fiscalizar e punir administradores e gestores que atuem em desconformidade com a legislação ou que causem prejuízos aos investidores, assegurando assim a observância dos deveres de lealdade e diligência no mercado de capitais.

No nível infralegal, diversas normas da CVM tratam da conduta dos gestores. A Resolução CVM n.º 175/2022, recentemente editada, consolidou em um único ato a

regulamentação dos fundos de investimento em geral, revogando instruções antigas (como a Instrução CVM 555/2014) e modernizando as obrigações dos participantes. Essa Resolução define, por exemplo, as funções do gestor (conforme citado, art. 84 e seguintes) e os deveres formais a ele impostos, além de prever mecanismos de supervisão e penalidades em caso de infração.

Outra norma relevante é a Resolução CVM n.º 21/2021, que substituiu a antiga Instrução CVM 558/2014 e dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários – categoria que abrange as gestoras de fundos. A Resolução CVM 21/21 estabelece requisitos para o credenciamento de gestores junto à Autarquia (como capital mínimo e estrutura operacional), determina a necessidade de certificação técnica (no caso, a certificação CGA – Certificação de Gestores ANBIMA – como condição para o registro do gestor pessoa natural responsável), e impõe regras de conduta a serem seguidas no exercício da gestão profissional. Dentre essas regras, encontram-se obrigações de reportar informações periódicas tanto à CVM quanto ao autorregulador (ANBIMA), manter políticas internas eficazes (de gerenciamento de riscos, compliance, prevenção a conflitos de interesse, *know-your-client* etc.) e observar padrões éticos no relacionamento com clientes e investidores. Em suma, a CVM, via normas como as Resoluções 21 e 175, normatiza a atividade dos gestores de forma minuciosa, buscando garantir que atuem com diligência, lealdade e transparência.

Adicionalmente, a Resolução CVM n.º 160/2022 merece menção por estabelecer diretrizes para as ofertas públicas de valores mobiliários, incluindo cotas de fundos de investimento. Essa norma, ao tratar da distribuição de valores mobiliários, reforça a importância da transparência na relação com o investidor e da diligência na fase de oferta – aspectos pertinentes também aos fundos, sobretudo no lançamento de novas cotas e fundos. Por exemplo, a Res. 160/22 exige que os coordenadores e ofertantes (que podem incluir o gestor, quando este atua na distribuição das cotas do fundo) forneçam informações completas e precisas nos prospectos, fiscalizem a adequação do produto ao público-alvo (*suitability*) e ajam com lealdade no processo de distribuição. Tais requisitos ampliam a rede de proteção ao investidor, alinhando-se com os deveres fiduciários já mencionados.

No âmbito da autorregulação, destaca-se o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento. A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) é a principal entidade de autorregulação para gestores e administradores no Brasil. Seu código de fundos – ao qual aderem voluntariamente as instituições participantes (gestoras e administradoras associadas) – fixa diretrizes e padrões de

conduta ainda mais exigentes do que os mínimos legais, fomentando as melhores práticas de mercado.

Logo no artigo 1º, o Código de Fundos da ANBIMA (2016) esclarece que seu objetivo é estabelecer parâmetros para a atuação das instituições gestoras, visando especialmente: “a elevação dos padrões fiduciários e a promoção das melhores práticas do mercado”. Em outras palavras, o código procura reforçar a cultura de cumprimento dos deveres fiduciários – concorrendo para uma concorrência leal, maior qualidade e disponibilidade de informações aos investidores, e alinhamento dos interesses entre gestores e cotistas. Dentre as regras previstas no Código ANBIMA, podemos citar: a necessidade de registro dos fundos na ANBIMA e envio regular de informações (aumentando a transparência setorial); normas de publicidade e divulgação que evitam material promocional enganoso; diretrizes sobre *suitability* (dever de verificar se o fundo é adequado ao investidor); e, não menos importante, regras sobre prevenção de conflitos de interesse e segregação de atividades. A fiscalização do cumprimento dessas regras é feita pela própria ANBIMA, que pode aplicar penalidades e até excluir uma instituição do quadro de participantes em caso de violação grave – medida que, além do efeito reputacional, impede o uso dos selos de autorregulação da associação. Assim, a autorregulação complementa a regulação estatal, atuando como mais um mecanismo de governança que incentiva os gestores a seguirem condutas probas e focadas na proteção dos cotistas.

Em síntese, a atuação dos gestores de fundos de investimento no Brasil está inserida em um contexto normativo e institucional bastante rigoroso, composto pelas regras legais (Código Civil, Lei n.º 6.385/76), pelas normas da CVM (Resoluções CVM 175/2022, 160/2022, 21/2021, entre outras) e pelos códigos de autorregulação da ANBIMA. Esse arcabouço estabelece deveres de conduta, obrigações de informação, limites de atuação e mecanismos de fiscalização, de modo a proteger os investidores e assegurar a integridade do mercado de fundos.

2.5 PROTEÇÃO DOS COTISTAS E A (IN)APLICABILIDADE SUBSIDIÁRIA DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR

Considerando tudo o que foi exposto – o papel estratégico do gestor, seus deveres fiduciários estritos e a densa malha regulatória e autorregulatória que orienta sua conduta –, emerge uma questão jurídica relevante: será necessária a tutela suplementar do Código de Defesa do Consumidor (CDC) nas relações entre cotistas e gestores de fundos de investimento? Em outras palavras, os investidores em fundos devem ser tratados como “consumidores” dos

serviços prestados pelo gestor, de modo a se lhes aplicar as normas protetivas do CDC de forma subsidiária ou concorrente com a regulação específica de mercado?

À primeira vista, pode-se notar que os cotistas já dispõem de proteções jurídicas específicas muito abrangentes. Os deveres fiduciários dos gestores – lealdade, diligência, transparéncia e boa-fé – aliados à supervisão ativa da CVM e às melhores práticas estimuladas pela ANBIMA, conferem um alto grau de salvaguarda aos investidores, buscando equilibrar a assimetria de informação e poder existente nessa relação. Além disso, alterações legislativas recentes reforçaram a ideia de que a relação jurídica no fundo de investimento possui contornos próprios, *distintos de uma relação típica de consumo.*

A Lei da Liberdade Econômica (Lei n.º 13.874/2019) inseriu dispositivos no Código Civil (arts. 1.368-C a 1.368-F) definindo o fundo de investimento como uma comunhão de recursos em regime de condomínio de natureza especial. Nesses artigos, ficou estabelecido, por exemplo, que o regulamento pode limitar a responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas – disposição que protege o cotista contra obrigações além de seu investimento – e que não há solidariedade automática entre os prestadores de serviços do fundo (administrador e gestor), o que significa que cada qual responde na medida de suas atribuições e de eventual culpa, e não por atos do outro. Trata-se de reconhecimentos legais da especificidade desse arranjo negocial, sugerindo que ele deve ser regido por suas normas próprias.

Entretanto, a aplicação do CDC aos fundos de investimento tem sido objeto de debate e de evolução jurisprudencial. Em passado recente, o STJ entendeu, em diversos precedentes, que sim, a relação entre o investidor (cotista) e a gestora do fundo configura uma relação de consumo. Essa conclusão baseou-se na Súmula 297 do próprio STJ, que desde 2004 pacifica que “o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”. Por analogia, equiparou-se a atividade de gestão de fundos a um serviço financeiro colocado no mercado de consumo, atraindo assim a incidência do CDC. Com esse fundamento, alguns julgados trataram o cotista lesado como consumidor e aplicaram as regras do CDC em demandas indenizatórias contra gestoras. Por exemplo, em decisão relatada em 2016 (REsp 1.606.775/SP), consignou-se que a má gestão de recursos de um fundo – que levou a perdas significativas – configuraria falha na prestação do serviço de investimento, ensejando reparação com base nas normas consumeristas (como inversão do ônus da prova, responsabilidade objetiva do fornecedor etc.), desde que demonstrado o nexo causal entre a conduta da gestora e o prejuízo do investidor. Nessa linha, é comum encontrar em ementas do STJ a referência ao “Consumidor” ao descrever o cotista, e ao gestor como fornecedor de serviço financeiro.

Um caso emblemático é o REsp 1.599.513/SP (Tema 982 dos repetitivos), no qual se discutiu a responsabilidade civil de uma gestora por perdas sofridas por investidores em fundo. Na ocasião, a Terceira Turma do STJ reiterou a aplicabilidade do CDC e enfatizou que o gestor tem deveres de informação e cuidado para com o investidor-consumidor, de modo que a inobservância desses deveres configura defeito na prestação do serviço (art. 14 do CDC) e pode gerar indenização. Em suma, até poucos anos atrás prevalecia na jurisprudência o entendimento de que o investidor de fundo de investimento está em condição de vulnerabilidade técnica em face do gestor – analogamente ao correntista bancário em face do banco – e, portanto, merece a proteção do CDC além da proteção específica do mercado de capitais.

Esse entendimento, contudo, vem sendo revisitado por parte da doutrina e se encontra em discussão nos tribunais, diante das mudanças normativas e conceituais ocorridas. Autores especializados questionam se é correto enquadrar o cotista como consumidor, apontando diferenças importantes: o objetivo do cotista não é exatamente fruir ou consumir um serviço, mas investir e obter lucro, participando dos ganhos (e riscos) inerentes ao mercado – o que o distingue do consumidor tradicional, que busca a utilização final de um produto ou serviço.

Além disso, argumenta-se que a relação fundo-cotista já é suficientemente regida por normas de ordem pública próprias (como vimos, há todo um microssistema de proteção ao investidor), podendo a aplicação supletiva do CDC gerar sobreposições indesejadas ou mesmo conflitos normativos. Por exemplo, enquanto no regime financeiro a responsabilização do gestor normalmente exige prova de culpa (responsabilidade subjetiva, dada a natureza fiduciária e a obrigação de meio), pelo CDC poder-se-ia cogitar de responsabilidade objetiva do fornecedor de serviços por defeito – o que seria uma dissonância importante.

Nicholas Furlan Di Biase (2023) realiza uma análise aprofundada dessa questão em sua obra, criticando a jurisprudência do STJ que classifica irrestritamente a relação como de consumo. O autor propõe um método mais adequado: verificar se, no caso concreto, os cotistas se encaixam na definição legal de “consumidor” (art. 2º, CDC) e se a gestora pode ser considerada “fornecedor” nos termos do art. 3º do CDC, em vez de simplesmente presumir a aplicação do Código do Consumidor.

Ademais, Di Biase (2023) avalia possíveis incompatibilidades entre as regras especiais introduzidas pelo Código Civil (via Lei n.º 13.874/2019) – por exemplo, a exigência de culpa do gestor para responsabilização civil e a inexistência de solidariedade automática – e as normas de ordem pública do CDC que estabeleceriam responsabilidade objetiva e solidariedade entre todos os fornecedores envolvidos na cadeia de consumo. Essa reflexão doutrinária sugere que a proteção dos cotistas pode e deve advir prioritariamente dos deveres fiduciários e da regulação

própria dos fundos, relegando o CDC a um papel subsidiário apenas em situações muito específicas, quando houver lacuna ou insuficiência evidente no microssistema do mercado de capitais.

É interessante notar que recentes decisões judiciais começam a incorporar parte dessa visão mais *nuançada*. Em 2022, por exemplo, ao julgar o REsp 1.965.982/SP, o STJ deparou-se com uma situação envolvendo fraude e abuso na administração de um Fundo de Investimento em Participações (FIP) – embora não diretamente uma questão de consumo, o caso tangenciava a proteção de investidores. Nesse julgado, a Terceira Turma decidiu que, comprovado o abuso de direito e desvio de finalidade por parte dos controladores de um fundo (que o usaram para ocultar patrimônio em prejuízo de credores), seria cabível aplicar por analogia a desconsideração da personalidade jurídica para alcançar os bens do fundo, ainda que este não tenha personalidade jurídica própria. Em outras palavras, reconheceu-se que a estrutura jurídica do fundo (condomínio de investidores) não pode servir de escudo para práticas ilícitas.

Embora se trate de matéria de direito societário/obrigacional diversa do CDC, tal decisão reforça um ponto: a existência de um aparato regulatório e judicial específico capaz de lidar com condutas lesivas dentro do âmbito dos fundos de investimento, protegendo os investidores sem necessidade de recorrer a categorias de direito do consumidor. No caso referido, o Tribunal salientou que nem mesmo o fato de o fundo ser devidamente fiscalizado pela CVM e ter auditoria independente impede que cotistas mal-intencionados o utilizem fraudulentemente, e que o Poder Judiciário deve atuar para proteger os investidores lesados e terceiros, ainda que isso signifique ultrapassar a forma jurídica do fundo. Analogamente, no relacionamento gestor-cotista, eventuais abusos ou falhas podem ser adequadamente tratados com os instrumentos do próprio direito dos mercados financeiros (sejam sanções da CVM, sejam ações de responsabilidade civil baseadas na violação de deveres fiduciários), sem que seja estritamente necessário ação no CDC.

Diante do exposto, pode-se concluir, nesta sede introdutória, que os deveres fiduciários dos gestores de fundos, aliados às normas cogentes emanadas da CVM e aos códigos de conduta da ANBIMA, já conferem significativa proteção aos cotistas. Esses investidores contam com informações obrigatórias, regras de adequação, fiscalização contínua e possibilidade de sancionamento dos gestores faltosos – um conjunto de medidas protetivas que, em muitos aspectos, atendem às mesmas finalidades do direito do consumidor (proteção contra abusos, transparência, equilíbrio na relação). Por isso, parte substancial da doutrina defende que não há lacuna de tutela a ser suprida pelo CDC, salvo, talvez, em hipóteses excepcionais.

Nos próximos capítulos, essa discussão será aprofundada à luz da jurisprudência e de casos concretos, avaliando em que medida o aparato normativo especial dos fundos de investimento se revela suficiente e em quais pontos, se algum, poderia incidir subsidiariamente a legislação consumerista. Por ora, fica assente que o papel do gestor de fundos é cercado de responsabilidades bem definidas e de deveres rigorosos, cuja observância tem por finalidade última proteger os cotistas, garantindo a boa gestão dos recursos que lhe foram confiados.

3 RESPONSABILIZAÇÃO DE GESTORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

3.1 TRANSPARÊNCIA E PRESTAÇÃO DE INFORMAÇÕES NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A transparência ocupa papel central na proteção aos cotistas de fundos de investimento e na integridade do mercado. No contexto da gestão fiduciária, fornecer informações claras, completas e periódicas não é apenas uma formalidade regulatória, mas um dever fundamental do gestor e dos demais participantes do fundo. A própria Lei n.º 6.385/76, que criou a CVM, estabeleceu como objetivos da Autarquia garantir o acesso do público a informações corretas e relevantes sobre investimentos e proteger os investidores contra práticas irregulares, inclusive o uso de informação não divulgada. Nesse sentido, a boa-fé objetiva, consagrada no Código Civil (art. 422), permeia a relação entre gestor e cotista, impondo deveres de lealdade e transparência – o gestor deve agir com honestidade, divulgando tudo o que seja essencial para a tomada de decisão informada pelo investidor.

No plano infralegal, a regulamentação do mercado de capitais detalha essas obrigações de transparência. A Resolução CVM n. 21/2021 (antiga ICVM 558) dispõe que o gestor de recursos deve exercer suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos clientes, reforçando a natureza fiduciária de sua função. Já a Resolução CVM n.º 175/2022 – marco regulatório dos fundos de investimento – consolidou e atualizou diversas normas, inclusive no tocante à divulgação de informações periódicas. Essa norma unificadora exige que os fundos disseminem informações de forma abrangente, equitativa e simultânea a todos os cotistas, valendo-se de meios acessíveis (como os sites dos administradores). Em outras palavras, nenhum cotista pode ter acesso privilegiado: todos devem receber ao mesmo tempo dados idênticos sobre a carteira, desempenho e eventos relevantes do fundo, reduzindo assimetrias informacionais e prevenindo abusos. A autorregulação também corrobora esse princípio – o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento, por exemplo, tem entre seus objetivos elevar a qualidade e disponibilidade das informações divulgadas sobre fundos, estabelecendo padrões para uniformizar prospectos, relatórios e outros comunicados ao mercado.

Documentos-chave de divulgação de informações. Diversos documentos e informes periódicos compõem o arcabouço de transparência nos fundos, servindo de mecanismo de proteção ao investidor e de disciplina de mercado:

- **Prospecto:** É o documento informativo central em ofertas públicas de cotas do fundo. Elaborado conforme requisitos da CVM, o prospecto traz uma descrição detalhada do fundo e da oferta, incluindo objetivos de investimento, política de aplicação, principais riscos, perfil do gestor e do administrador, taxas (administração, performance etc.) e dados financeiros históricos ou projeções relevantes. Deve ser redigido em linguagem clara e entregue aos potenciais cotistas antes da adesão, possibilitando que o investidor conheça de antemão onde está aplicando seu capital. Cabe destacar que o registro ou análise do prospecto pela CVM não implica garantia de rentabilidade ou aval sobre o risco – trata-se de um requisito de transparência para que o investidor tome decisões informadas, conforme enfatizado em notas de esclarecimento da própria CVM. Em suma, o prospecto funciona como uma espécie de contrato de adesão informado, no qual se materializa a boa-fé pré-contratual: todas as características essenciais do fundo estão ali expostas para escrutínio público.
- **Lâmina de Informações Essenciais:** Conhecida simplesmente como *lâmina* ou *ficha resumo*, este documento padronizado sintetiza as informações mais relevantes do fundo em poucas páginas e em linguagem acessível. Introduzida originalmente pela ICVM 555/2014 (e mantida pela Resolução CVM 175/2022), a lâmina é obrigatória para fundos abertos destinados ao público em geral. Nela encontram-se, de forma resumida e comparável, dados como o objetivo do fundo, resumo da política de investimentos, composição da carteira por classe de ativos, desempenho histórico, taxas cobradas, público-alvo e os principais fatores de risco. Por ter formato uniformizado, a lâmina facilita a comparação entre fundos por parte do investidor médio. A regulamentação exige que a lâmina esteja sempre atualizada e disponível, servindo como “cartão de visitas” do fundo. Assim, mesmo quem não se aprofunda no prospecto completo pode compreender os pontos cruciais do investimento. A entrega da lâmina ao investidor interessado, juntamente com o regulamento, é obrigatória e gratuita, constituindo dever legal do administrador do fundo. Essa medida visa assegurar a *transparência ativa*: o investidor recebe espontaneamente um resumo claro do produto antes de aplicar, reforçando a tutela de sua confiança e reduzindo a probabilidade de surpresas desagradáveis após o investimento.

- **Informes e Relatórios Periódicos:** Após a constituição do fundo e captação de recursos, mantém-se um fluxo constante de informações ao mercado e aos cotistas, para que estes acompanhem a gestão e a saúde do investimento. A normativa vigente impõe uma série de divulgações periódicas obrigatórias, que incluem: informes mensais ou trimestrais de desempenho (composição da carteira, rentabilidade do período, comparação com *benchmark*, movimentação de cotistas etc.), demonstrações contábeis anuais auditadas (balanço, demonstração de resultados e notas explicativas, dando transparência à situação financeira do fundo) e, no caso de fundos abertos, a divulgação diária do valor da cota e do patrimônio líquido atualizado. Esses relatórios periódicos devem ser disponibilizados de forma pública (por exemplo, no site do administrador ou da CVM), permitindo que tanto cotistas atuais quanto potenciais investidores avaliem a performance e riscos do fundo de forma contínua. Paralelamente, existem as informações eventuais, divulgadas sob a forma de *fatos relevantes* ou comunicados ao mercado, quando ocorre algum evento extraordinário que possa influenciar as decisões dos cotistas. Exemplos típicos incluem a substituição do gestor ou administrador, mudanças na política de investimento ou nas taxas, fechamento para resgates, ou ainda situações de estresse que afetem significativamente o valor dos ativos da carteira. Nesses casos, impera o dever de transparência imediata: o administrador (figura que, por força regulamentar, exerce o papel de fiduciário do fundo) deve comunicar ampla e simultaneamente o fato a todos os cotistas e ao mercado, tão logo tenha conhecimento do ocorrido. Esse regime de *disclosure* contínuo assegura que o cotista esteja sempre informado sobre a condução do fundo, podendo avaliar se as condições permanecem compatíveis com seus objetivos e tolerância a risco.

O alicerce protetivo formado por prospecto, lâmina e relatórios periódicos reflete a premissa de que informação simétrica gera confiança e eficiência de mercado. Do ponto de vista do cotista, a disponibilidade dessas informações viabiliza um acompanhamento próximo do seu investimento e a possibilidade de compará-lo com alternativas – elementos essenciais para o exercício racional de escolha e para a proteção de seus interesses. A transparência, assim, atua como antídoto contra assimetria informacional, diminuindo a vantagem que gestores ou *insiders* teriam em detrimento do investidor comum. Por consequência, reduz-se o espaço para práticas abusivas ou fraudulentas, na medida em que irregularidades tendem a ser percebidas e sancionadas mais rapidamente em um ambiente de divulgação plena. Este é, inclusive, um dos pilares da regulação do mercado de capitais: a CVM enfatiza que fundos de investimento devem

divulgar informações completas, equitativas e em tempo hábil a todos os cotistas, garantindo condições justas de participação. A integridade e a eficiência do mercado dependem, em larga medida, dessa confiança mútua informada – investidores confiantes tendem a permanecer ou ingressar no mercado, provendo liquidez e fomentando a formação de capital.

Além de prevenir danos aos investidores, o dever de informar claramente configura uma obrigação legal cujo descumprimento acarreta responsabilidade. Sob o prisma administrativo, o gestor e o administrador que falham em divulgar informações obrigatórias (ou veiculam informações falsas/omissas) sujeitam-se a processos sancionadores na CVM, com penalidades que podem ir de multas e advertências até a suspensão da autorização para atuar.

Nesse âmbito, a Resolução CVM 175/2022 reforçou a responsabilização: embora o gestor de carteira seja o protagonista na tomada de decisões de investimento, o administrador fiduciário permanece responsável pelo cumprimento das obrigações do fundo, incluindo zelar pela veracidade e tempestividade das informações divulgadas. Ou seja, se o gestor deixar de reportar algo relevante ou conduzir uma comunicação inadequada, o administrador tem o dever de fiscalizar e corrigir – caso contrário, poderá ser corresponsável por eventuais prejuízos sofridos pelos cotistas. Já no plano civil, a violação do dever de transparência pode configurar inadimplemento dos deveres fiduciários e contratuais, ensejando reparação de danos. Por exemplo, se um cotista provar que sofreu prejuízo porque não foi informado devidamente de um fato relevante (como um risco materializado na carteira) que o teria levado a resgatar suas cotas, poderá pleitear indenização com base nos artigos 186 e 927 do Código Civil (responsabilidade civil por ato ilícito). Ademais, o princípio da boa-fé objetiva impõe deveres acessórios, como o dever de informar e de cooperação, cuja inobservância é interpretada como conduta contrária à lealdade devida ao investidor.

Em síntese, a prestação de informações claras e periódicas é pilar indissociável da responsabilidade dos gestores de fundos. No desenho de proteção ao investidor, transparência não é vista como um mero cumprimento burocrático, mas como um mecanismo ativo de tutela – capacita o cotista a agir conscientemente e a fiscalizar o gestor, ao mesmo tempo em que desestimula comportamentos oportunistas. Por consequência, fortalece-se a relação de confiança (fidúcia) entre gestor e cotistas, imprescindível para o bom funcionamento do condomínio que é o fundo de investimento.

Tal alinhamento de expectativas, garantido pela informação de qualidade, reduz conflitos e contribui para um mercado mais ético e eficiente. Portanto, no âmbito da responsabilidade dos gestores, o dever de transparência figura como um dos eixos centrais, ao

lado dos deveres de diligência e lealdade, todos convergindo para assegurar a boa-fé e o equilíbrio na relação entre os administradores/gestores e os investidores cotistas.

A observância rigorosa desses deveres informacionais – materializada em prospectos bem elaborados, lâminas precisas e relatórios consistentes – não só protege o investidor individual, mas também fortalece a credibilidade do mercado de capitais como um todo, prevenindo crise de confiança e promovendo o desenvolvimento saudável da indústria de fundos.

3.2 JURISPRUDÊNCIA: CASOS DE RESPONSABILIZAÇÃO CIVIL DE GESTORES DE FUNDOS

A jurisprudência brasileira já enfrentou diversas situações em que se discute a responsabilidade civil de administradores e gestores de fundos de investimento por má gestão, omissão de deveres ou conflitos de interesse. Em decisões paradigmáticas, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) estabeleceu parâmetros importantes.

Um exemplo notável é o REsp 1.326.592/GO (STJ, Quarta Turma, rel. Min. Luis Felipe Salomão, julgado em 07/05/2019). Nesse caso, investidores conservadores alegaram que o banco administrador transferiu seus recursos para um fundo derivativo sem autorização ou esclarecimento adequado sobre os riscos envolvidos. O STJ reafirmou que, em regra, não cabe indenização por perdas em fundos de investimento de alto risco, já que a possibilidade de prejuízo é inerente a aplicações em derivativos voltadas a investidores de perfil agressivo. Contudo, a Corte ressaltou que isso vale apenas quando o investidor tem plena ciência e concordância com esses riscos. No caso concreto, o tribunal local apurou, com base em prova técnica (inclusive processo administrativo do Banco Central), uma falha de serviço por parte do gestor: os clientes não foram devidamente informados sobre os riscos da aplicação naquele fundo derivativo. Diante dessa omissão informacional, configurou-se ilícito passível de reparação. O STJ manteve a condenação do banco, negando-se a rever os fatos (Súmula 7/STJ) e reconhecendo a responsabilidade civil do administrador/gestor por omissão no dever de informação.

Caso semelhante envolveu a quebra do Banco Santos, na qual a instituição administradora redirecionou aplicações de clientes a fundos geridos por aquele banco, sem autorização expressa. A Terceira Turma do STJ (REsp 1.131.073/MG, rel. Min. Nancy Andrichi, julgado em 05/04/2011) entendeu que tal operação extrapolou a álea normal do contrato financeiro – não se tratou de um risco de mercado ordinário (como variação cambial

ou oscilações de bolsa), mas de ato volitivo do próprio gestor, à revelia do investidor. Nessa situação, o banco violou a boa-fé objetiva e o dever de lealdade, devendo ressarcir integralmente os valores investidos, pois não comprovou anuência ou autorização expressa do cliente. Esses julgados realçam um ponto central: o gestor responde quando atua fora do mandato ou deixa de alertar sobre riscos não assumidos pelo cotista, rompendo a confiança esperada na relação.

Em contraste, outras decisões do STJ isentaram os gestores de responsabilidade quando o prejuízo decorreu de riscos normais do mercado e não se comprovou conduta culposa. No REsp 1.724.722/RJ, por exemplo, discutiu-se a atuação da BB DTVM na administração de um fundo de renda fixa do instituto previdenciário Previ-Rio durante a crise de 2002. A gestora havia alterado a carteira do fundo (trocando títulos públicos de curto prazo por títulos de prazo mais longo) e a autarquia alegou prejuízo significativo decorrente dessa decisão. Embora as instâncias ordinárias tenham considerado a troca de títulos “inoportuna”, o STJ deu razão à BB DTVM e afastou a condenação por danos, enfatizando que não basta a mera perda ou rentabilidade aquém do esperado para configurar responsabilidade civil do gestor. A Ministra Nancy Andrighi observou que o administrador de fundo assume uma obrigação de meio, não de resultado garantido, devendo empregar melhores esforços, mas sem prometer retorno fixo. No caso, não houve prova de imperícia, negligência ou fraude – a troca de ativos foi um julgamento de mercado dentro dos limites da gestão profissional, não um “erro” juridicamente censurável. O STJ reforçou que somente a ocorrência de “má-gestão” qualificada – operações excessivamente temerárias ou fraudes – torna o administrador responsável por prejuízos. Como não se identificou, no laudo pericial, falha nos deveres de diligência ou quebra das obrigações do regulamento, concluiu-se pela ausência de dano jurídico injusto. Assim, trocas malsucedidas dentro da liberdade técnica do gestor não geram dever de indenizar na ausência de culpa específica. Essa decisão, além de absolver a gestora, delineou importantes parâmetros: i) a necessidade de um fato antijurídico causal do prejuízo (não basta o resultado negativo em si); ii) o reconhecimento de que o gestor profissional não garante lucro, operando sob dever de melhor esforço; iii) a ressalva de que, havendo prova de atuação dolosa, temerária ou em conflito de interesse, a responsabilidade será imputada.

Outro caso ilustrativo foi o “Caso Madoff”, relativo à fraude bilionária praticada por Bernard Madoff nos EUA. Investidores brasileiros que, por recomendação de seu banco, aplicaram em fundos atrelados ao esquema Madoff buscaram reparação pelas perdas. No REsp 1.606.775/SP (julgado em 2016), a Terceira Turma do STJ rejeitou o pedido de indenização contra o banco distribuidor. Ficou assentado que a mera recomendação de investimento não implica responsabilidade do banco pelas perdas, salvo se este deixou de comunicar os riscos

envolvidos. No caso, o fundo fraudulento não era administrado pelo banco réu; este atuara apenas como intermediário, e o investidor tinha ciência de que se tratava de aplicação de alto risco no exterior. Além disso, o tribunal levou em conta que o golpe de Madoff foi extremamente sofisticado e longevo, enganando órgãos reguladores nos EUA e no Brasil. Portanto, não houve falha do serviço bancário, mas um caso de fraude externa (fortuito externo), que rompe o nexo causal. Ressalte-se, contudo, o importante *obiter dictum* da decisão: se o intermediário não alerta o cliente sobre os riscos ou o perfil do produto, haverá violação do dever de informação e, aí sim, poderá surgir dever de indenizar. Essa lógica, inspirada no Código de Defesa do Consumidor, reforça que o dever de transparência é essencial na relação do gestor/distribuidor com o investidor.

Por fim, convém mencionar a decisão no REsp 1.965.982/SP (Terceira Turma, rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, DJe 08/04/2022), que tratou da desconsideração da personalidade jurídica envolvendo um fundo de investimento. Embora não se discutisse diretamente a reparação de danos por má gestão, esse precedente inovou ao reconhecer que, em caso de abuso de direito ou fraude, pode-se aplicar a desconsideração (inclusive inversa) atingindo o patrimônio de fundo de investimento. No processo, constatou-se que um Fundo de Investimento em Participações (FIP) havia sido constituído de forma fraudulenta, para ocultar bens de um grupo econômico devedor. O STJ manteve o bloqueio dos ativos do FIP, entendendo que a estrutura condoninal do fundo – embora destituída de personalidade jurídica – não impede a desconsideração quando o fundo é usado como instrumento de desvio de finalidade. Normalmente, o patrimônio do fundo pertence a todos os cotistas e não responderia por dívidas particulares de um cotista; contudo, no caso, os únicos cotistas eram empresas do próprio devedor, de modo que não havia terceiros inocentes atingidos. A mensagem subjacente é que gestores e cotistas não podem se valer da autonomia patrimonial do fundo para encobrir ilícitos – havendo fraude, a Justiça poderá alcançar os bens no fundo ou a pessoa dos gestores, conforme a circunstância. Esse precedente dialoga com a responsabilidade civil na medida em que reforça a impossibilidade de se usar o fundo como escudo para condutas dolosas: se o gestor ou cotista controla o fundo em benefício próprio ilícito, os tribunais podem responsabilizá-lo patrimonialmente, ignorando a separação formal dos bens.

Ainda sobre legitimidade passiva dos gestores, a jurisprudência tem entendido que o administrador fiduciário do fundo pode responder judicialmente por prejuízos causados na gestão ou liquidação do fundo, inclusive perante terceiros. A Terceira Turma do STJ, ao julgar o REsp 1.834.003/SP (rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, DJe 12/02/2020), fixou que o administrador de um fundo de investimento é parte legítima para figurar no polo passivo de

ação indenizatória proposta por investidores ou terceiros prejudicados por uma liquidação inadequada do fundo. No caso, dois empresários alegavam que a administradora, ao liquidar um fundo de *private equity*, deixou de honrar uma opção de compra de ações que eles possuíam contra o fundo, causando-lhes prejuízo. O STJ reconheceu a legitimidade da administradora para responder à ação, aplicando a teoria da asserção – isto é, considerando, como verdadeiras em análise preliminar, as alegações de que a administradora descumpriu deveres na liquidação. Concluiu-se que satisfazer obrigações do fundo antes de distribuir seu patrimônio entre cotistas é atribuição inerente ao administrador, de modo que a não quitação de obrigações configura potencial ato ilícito imputável a ele. Esse entendimento previne administradores de alegarem que somente os cotistas respondem pelo fundo: se a gestão ou liquidação é feita de forma irregular, o administrador poderá ser demandado diretamente pelos lesados.

Em suma, os tribunais superiores vêm traçando uma linha relativamente consistente: o gestor ou administrador de fundos não responde por meros insucessos financeiros decorrentes dos riscos ordinários do mercado, mas pode ser responsabilizado civilmente quando incorre em conduta culposa ou dolosa, seja por má gestão temerária, descumprimento do mandato ou do regulamento, omissão de informações relevantes ou prática de atos em conflito de interesse que causem dano ao investidor. Nesses casos, a responsabilidade é apurada à luz dos artigos 186 e 927 do Código Civil (ato ilícito e dever de indenizar) e também, quando cabível, sob a égide das normas de defesa do consumidor e do mercado de capitais.

3.3 PROCESSOS SANCIONADORES DA CVM ENVOLVENDO GESTORES DE FUNDOS

No âmbito administrativo, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem atuado de forma rigorosa em casos de infrações cometidas por administradores e gestores de recursos no mercado de fundos de investimento. Os processos sancionadores da CVM revelam os tipos de condutas infracionais mais frequentes e as penalidades aplicadas, que podem incluir advertências, multas elevadas e mesmo a inabilitação de profissionais e empresas para atuar no mercado.

Um caso recente de grande repercussão foi o da gestora Infinity Asset Management, julgado em 2023. Após investigação da Superintendência de Processos Sancionadores, apurou-se que, entre 2014 e 2018, a Infinity realizou operações irregulares em diversos fundos de investimento sob sua gestão, descumprindo limites regulamentares de concentração e desvirtuando a política de investimento dos fundos. Em dezembro de 2023, o Colegiado da

CVM condenou a Infinity Asset e seu diretor-presidente, David Jesus Gil Fernandez, entendendo que o gestor não agiu com lealdade em relação aos interesses dos cotistas. Ficou comprovado que Fernandez estruturou e implementou operações conhecidas como *IDIs flexíveis* (Instrumentos Derivativos de Crédito) sem garantias suficientes, em mercados de balcão, o que expôs os fundos a riscos excessivos e culminou em prejuízos superiores a 80% do valor das cotas em alguns casos. Essas operações violaram normas como a Instrução CVM 555 (que impunha limites de concentração por emissor e exigência de aplicação mínima em ativos compatíveis com a classe declarada do fundo). Por tais infrações, a CVM aplicou multas que somam cerca de R\$ 2 milhões a Fernandez, além de inabilitá-lo por 5 anos para o exercício de cargo de administrador ou gestor de carteira. A própria Infinity Asset foi multada em valor semelhante (aproximadamente R\$ 2 milhões) e teve seu registro de gestora suspenso por 60 meses. Outro diretor envolvido, responsável por fundos a partir de 2016, foi condenado ao pagamento de multa de R\$ 595 mil. Esse caso evidencia infrações de falta de diligência e desobediência aos deveres fiduciários, punidas com rigor máximo: a CVM entendeu que a gestora deliberadamente descumpriu as obrigações regulamentares e colocou em risco o patrimônio dos investidores, caracterizando gestão temerária e desleal.

Outra decisão exemplar envolveu a atuação do Banco BNY Mellon como administrador fiduciário de fundos exclusivos do Postalis (fundo de pensão dos Correios). Em 2018, a CVM concluiu o PAS (Processo Administrativo Sancionador) relacionado a investimentos feitos pelo Postalis em títulos de uma sociedade de propósito específico, intermediados e geridos pelo BNY. Apurou-se que o BNY Mellon faltou com seu dever fiduciário na gestão do fundo exclusivo, ao alocar R\$ 72 milhões em debêntures de uma empresa sem lastro adequado, pagando comissões e custos de emissão altíssimos (cerca de R\$ 12 milhões) por um investimento de retorno projetado abaixo do mercado e sem qualquer garantia real. Além disso, houve indícios claros de má-fé: segundo o relatório, os responsáveis fabricaram documentos para ocultar irregularidades e enganar os órgãos fiscalizadores, chegando a elaborar laudos de risco *posteriores* à realização do investimento, adulterando versões que originalmente apontavam os riscos elevados das debêntures adquiridas. O Diretor Relator, Pablo Renteria, destacou o caráter doloso da conduta, lesiva não só ao mercado de capitais mas também ao sistema previdenciário complementar, dado o prejuízo de cerca de R\$ 2 milhões imposto aos participantes do Postalis. O Colegiado da CVM, por unanimidade, condenou a BNY Mellon Administração de Ativos a pagar multa de R\$ 7,2 milhões. Embora usualmente pudesse caber suspensão, considerou-se desnecessário suspender o registro da instituição pois suas operações no Brasil já haviam sido encerradas à época. Em complemento, o diretor responsável pela

gestão, Sr. José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, foi inabilitado por 3 anos para atuar no mercado, dada sua participação nos fatos (afastou-se a alegação de defesa de que ele não teria poder de decisão). Esse caso ilustra penalidades severas em cenário de conflito de interesses e fraude: o gestor beneficiou terceiros em detrimento do investidor (o Postalis), violando o dever de diligência e lealdade, e ainda tentou acobertar a infração – condutas que a CVM puniu como dolosas.

Também no ano de 2024, a CVM julgou o caso do Fundo Sculptor Crédito Privado, envolvendo a antiga corretora Gradual. Nesse PAS, apurou-se que a Gradual, atuando como administradora fiduciária e gestora do fundo, deixou de observar regras básicas de liquidez e transparência. Em síntese, o fundo captou recursos de investidores com promessa de liquidez, mas alocou-os em ativos ilíquidos sem ajustar o regulamento, além de informar diariamente dados enganosos sobre a liquidez da carteira. O colegiado da CVM concluiu que a Gradual e seus responsáveis: (i) não adotaram controles internos para compatibilizar a liquidez da carteira do fundo com os prazos de resgate prometidos, infringindo o art. 91, I, da Instrução CVM 555; e (ii) divulgaram informações diárias falsas sobre os ativos líquidos e saídas de caixa do fundo, mascarando a real situação de iliquidez (infração ao art. 59, I, da Instrução 555). Como resultado, em abril de 2024 a CVM condenou os envolvidos a multas significativas: o diretor responsável da gestora (Fornax/Gradual) foi multado em R\$ 200 mil; já a Gradual, na qualidade de administradora, recebeu multa de R\$ 500 mil pela falta de diligência na gestão da liquidez, e mais R\$ 287,5 mil pela divulgação de informações engonosas – suas diretoras Fernanda Freitas e outra responsável também foram multadas em montantes proporcionais (metade dos valores aplicados à pessoa jurídica). Importante notar que, devido à falência da Gradual e dissolução da gestora Fornax, parte das penalidades acabou não podendo ser executada contra as pessoas jurídicas, mas atingiram os diretores pessoalmente. Este caso reforça que a CVM exige rigorosamente o cumprimento dos deveres fiduciários na gestão de fundos, punindo não só fraudes flagrantes, mas também a falta de diligência e transparência que possam prejudicar investidores (por exemplo, impossibilitando resgates por má gestão de liquidez). As sanções incluíram apenas multas porque, aqui, a Gradual já estava fora do mercado (falida) e seus administradores, de todo modo, ficariam sujeitos a outras implicações legais.

De modo geral, os processos sancionadores mostram padrões de infrações: operações vedadas ou fora do mandato do fundo, descumprimento de limites de concentração ou diversificação, manipulação de informações e relatórios, atuação em benefício próprio ou de partes relacionadas (conflito de interesses), e insuficiência de controles internos. As penalidades aplicadas pela CVM variam conforme a gravidade: advertências ou multas reduzidas em casos

menos danosos ou de cooperatividade do infrator; multas elevadas (que podem chegar a milhões de reais) quando há prejuízo relevante ou conduta dolosa; suspensão ou inabilitação temporária para atuação no mercado, especialmente contra administradores e gestores cuja conduta revele falta de idoneidade ou competência; e em casos extremos, a proibição permanente ou cassação do registro (embora esta última seja menos comum, podendo ocorrer indiretamente quando a empresa encerra atividades ou solicita cancelamento de registro após a condenação). Vale lembrar que as decisões da CVM estão sujeitas a recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), o chamado “Conselhinho”, mas nos exemplos citados as penalidades foram confirmadas ou cumpridas, sinalizando a tendência de tolerância zero com gestão temerária ou desonesta.

Um ponto de destaque nos julgamentos administrativos é a fundamentação nos deveres fiduciários previstos na regulamentação da CVM – por exemplo, o art. 92 da Instrução CVM 555/2014 (atual Resolução CVM 175/2022) que obriga o administrador e gestor a empregar “todo cuidado e diligência necessários” na defesa dos interesses dos cotistas. Desse dever derivam obrigações específicas, como a de conhecer profundamente os ativos do fundo, respeitar sua política de investimento, evitar situações de conflito de interesse ou, se inevitáveis, agir com transparência e equidade, além de prestar informações verídicas e tempestivas. A CVM, ao punir gestores, costuma citar diretamente a violação desses dispositivos e princípios – por exemplo, a decisão do caso Infinity ressaltou que o gestor violou o princípio da lealdade fiduciária, arriscando de forma injustificada o patrimônio alheio. Já no caso BNY/Postalis, enfatizou-se a conduta dolosa contrária ao interesse do cotista e a tentativa de ludibriar órgãos reguladores, o que agrava sobremaneira a infração. Assim, os padrões interpretativos da CVM têm sido estritos: os administradores e gestores serão sancionados sempre que se afastarem dos deveres de diligência, lealdade e informação, independentemente de haver ganho pessoal ou intenção direta de fraude – a negligência grave ou a gestão imprudente também configuram falta de dever fiduciário passível de multa e outras sanções.

3.4 CULPA, NEXO CAUSAL E DANO: PADRÕES DE INTERPRETAÇÃO DO STJ E DA CVM

Tanto na esfera judicial quanto na esfera administrativa, a atribuição de responsabilidade aos gestores de fundos de investimento passa, nuclearmente, pela verificação de três elementos: a existência de uma conduta ilícita culposa ou dolosa do gestor (violação de um dever jurídico objetivo), a ocorrência de um dano concreto e mensurável, e o nexo de causalidade ligando a

conduta ao dano. Esses requisitos refletem os princípios gerais dos arts. 186 e 927 do Código Civil – que consagram a responsabilidade subjetiva baseada em culpa, como regra, exigindo demonstração de ação ou omissão violadora de direito, culpa (*lato sensu*) do agente, dano e nexo causal.

No âmbito do STJ, observa-se um cuidado em não transformar os gestores em seguradores universais dos investimentos. Em outras palavras, o Tribunal tende a rechaçar pretensões indenizatórias fundadas apenas em perdas financeiras, se não ficar evidenciado um comportamento culposo do gestor. Conforme mencionamos, casos como o do Previ-Rio (REsp 1.724.722/RJ) e do esquema Madoff deixam claro que a materialização do risco típico de mercado, por si só, não gera dever de indenizar. Nesses julgados, ressaltou-se que o prejuízo do investidor deve provir de um fato antijurídico imputável ao gestor, e não de vicissitudes normais de investimentos de renda variável ou similares. Assim, uma perda só se traduz em “dano injusto” indenizável se for consequência de uma falha de dever – por exemplo, a não observância do perfil do investidor, a violação da política do fundo, a falta de divulgação de um risco específico, a prática de operações não permitidas ou a administração temerária do capital alheio.

O STJ também tem aplicado, ainda que implicitamente, conceitos análogos à *business judgment rule* do direito societário, no sentido de reconhecer uma margem de discricionariedade técnica ao gestor profissional. Decisões de investimento tomadas de boa-fé, com fundamento em análises plausíveis e dentro dos limites do mandato conferido, não devem ser judicialmente rotuladas como “culpa” apenas porque resultaram em perda. É necessária a prova de um *erro administrativo qualificado*, isto é, que o gestor agiu sem a diligência média esperada ou infringiu normas objetivas de conduta. No REsp 1.724.722/RJ, essa ideia transparece quando a ministra relatora frisa que a troca de títulos pode ter sido mal avaliada em retrospecto, porém não ficou demonstrado nenhum grau de imperícia, imprudência ou negligência, tampouco descumprimento regulatório, por parte da gestora*. Ao contrário, na ausência de culpa estrita, prevalece a noção de que o insucesso do investimento é risco do próprio cotista (sobretudo investidores institucionais ou qualificados, que não gozam das mesmas salvaguardas de hipossuficiência que um consumidor comum). Nesses casos, a Justiça tende a denegar a indenização. Em suma, no STJ consolida-se o entendimento de que a responsabilidade civil de administradores de fundos é subjetiva, requerendo prova da culpa do gestor, do dano e do nexo causal – posição essa corroborada pela doutrina especializada, conforme destacaremos a seguir.

No âmbito da CVM, embora a lógica da responsabilização tenha suas peculiaridades (afinal, trata-se de responsabilidade administrativa, que visa punir infrações às regras do mercado), observa-se também a centralidade da ideia de culpa (entendida aqui como falta de dever de diligência ou de lealdade). A CVM pode sancionar administradores mesmo sem a configuração de um “dano” clássico individual – por exemplo, é possível multar um gestor por infrações formais ou situações de risco não concretizado. Ainda assim, ao fundamentar suas decisões, a Autarquia frequentemente menciona que o acusado “faltou com seu dever de diligência” ou “atuou com má-fé em detrimento dos cotistas”. Ou seja, subjaz a mesma tríade conceitual: houve uma conduta voluntária contrária às normas (ação ou omissão), imputável ao gestor; essa conduta é culposa ou dolosa (por negligência, imprudência, imperícia ou intenção de fraude/benefício próprio); e gerou ou poderia ter gerado prejuízo aos investidores ou ao mercado (nexo entre a conduta e o perigo/lesão ao bem jurídico tutelado). A diferença é que, para fins de sancionamento, basta à CVM a comprovação da infração em si e do potencial lesivo – não se exige que um cotista específico acione a CVM mostrando seu dano individual, por exemplo. No entanto, quando a CVM encaminha casos ao Ministério Público ou quando investidores usam as decisões da CVM em demandas judiciais, aí sim a dimensão do dano e nexo causal ganham relevo para a reparação civil.

Um ponto de convergência interessante é a interpretação quanto à necessidade de comunicação dos riscos e dever de informação. Tanto o STJ quanto a CVM reiteram que a transparência para com o investidor é basilar. O STJ, aplicando por vezes princípios do CDC por analogia, entende que a falta de informações claras sobre um investimento pode configurar defeito na prestação de serviço, gerando responsabilidade objetiva do fornecedor (banco/gestor) pelos danos sofridos – a menos que este prove que prestou todas as informações ou que o dano advieio de causa alheia. Já a CVM insere o dever de informação no rol dos deveres fiduciários cuja violação implica culpa grave do gestor. Por exemplo, no caso Gradual/Sculptor, divulgar dados enganosos no informe diário foi considerado infração autônoma, justamente porque feriu a confiança do mercado e a capacidade de os cotistas tomarem decisões informadas. Assim, ambos os planos – judicial e administrativo – exigem a observância do dever de informar e da boa-fé objetiva, e penalizam a omissão ou falsa informação.

Cabe ainda mencionar o critério do risco criado (teoria do risco) previsto no parágrafo único do art. 927 do CC: a possibilidade de responsabilização objetiva (independentemente de culpa) para quem desenvolve atividade que implique, por sua natureza, risco especial de dano a terceiros. Alguns autores chegaram a questionar se a administração de fundos de investimento, especialmente fundos complexos ou alavancados, poderia ser considerada uma atividade de

risco a justificar responsabilidade objetiva do gestor pelos prejuízos. A jurisprudência, no entanto, não abraçou essa tese. Pelo contrário, o entendimento majoritário – também sustentado pela doutrina (Perricone, 2009; Di Biase, 2023; entre outros) – é de que a atividade do gestor, embora lide com risco financeiro, não se enquadra no tipo de risco à incolumidade de direitos alheios que o art. 927, parágrafo único, concebe (este está mais ligado a atividades perigosas à integridade física ou ao meio ambiente, por exemplo). No contexto de fundos, o risco financeiro é desejado pelo próprio investidor em busca de retorno, e a função do gestor é administrá-lo profissionalmente; não faria sentido torná-lo garantidor de resultados. Por isso, até hoje as decisões do STJ mantiveram a análise sob o prisma subjetivo – procurando culpa – e a própria Lei n.º 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica) reforçou essa orientação, ao dispor que os administradores de fundos só respondem pessoalmente por obrigações do fundo em caso de dolo ou má-fé, jamais por mero insucesso (essa alteração legal será detalhada adiante).

Em suma, os padrões interpretativos atuais sinalizam que, para responsabilizar gestores de fundos: (a) exige-se a demonstração de uma conduta culposa ou dolosa (seja na gestão do portfólio, seja no cumprimento de deveres de lealdade e informação); (b) é preciso estabelecer o nexo causal entre essa conduta e o dano sofrido pelos investidores (no caso de responsabilidade civil judicial) ou o risco/prejuízo causado ao funcionamento eficiente do mercado (no caso de sanção CVM); e (c) a mera ocorrência de prejuízo financeiro, por si só, não basta – ele deve advir de algo que o gestor fez ou deixou de fazer em desacordo com seus deveres. Essa necessidade de comprovação de culpa, nexo e dano protege os gestores de serem punidos por flutuações normais do mercado, ao mesmo tempo em que assegura que os investidores terão direito à reparação quando houver descumprimento concreto de obrigações legais ou contratuais por parte daqueles que administraram seus recursos.

3.5 ANÁLISE DOUTRINÁRIA SOBRE A RESPONSABILIDADE DE GESTORES DE FUNDOS

A doutrina jurídica brasileira tem aprofundado o tema da responsabilidade dos administradores e gestores de fundos de investimento, acompanhando tanto a evolução normativa quanto os casos práticos discutidos nos tribunais e na CVM. Autores como José Alexandre Gregório da Silva (2024), Nicholas Furlan Di Biase (2023), Sheila C. Neder Cerezetti Perricone (2009), Sérgio Cavalieri Filho (2016), entre outros, oferecem arcabouço teórico para compreender os fundamentos e limites da responsabilização desses agentes.

Sheila Perricone (2009), pioneira no estudo dos fundos de investimento, defende claramente o caráter subjetivo da responsabilidade do gestor. Analisando as normas aplicáveis, ele conclui que “a responsabilidade de seus administradores [de fundos] é subjetiva, [...] ausente [...] expressa designação da responsabilidade objetiva. Assim, somente depois de provada a culpa do administrador, a existência do dano e o nexo de causalidade, é que surgirá o dever de reparar os prejuízos causados aos fundos que administra”. Essa formulação, publicada em estudo já em 2010, alinha-se perfeitamente com a jurisprudência recente: não há responsabilidade automática ou objetiva do gestor por perdas do fundo, sendo imprescindível perquirir sua culpa (negligência, imprudência, imperícia ou violação consciente dos deveres). Perricone (2009) destaca ainda que os regulamentos da CVM sempre indicaram padrões de conduta diligente, e jamais imporia resultado garantido – o que reforça que a punição ao gestor requer identificação de um desvio desses padrões.

Nicholas Furlan Di Biase (2023), em obra dedicada ao tema, analisa os elementos e parâmetros da responsabilidade civil de administradores e gestores de fundos, especialmente após a Resolução CVM 175/2022. Ele enfatiza a distinção de papéis entre o administrador fiduciário (responsável pela estrutura legal do fundo, conformidade e custódia) e o gestor de carteira (responsável pelas decisões de investimento em si), mas assinala que ambos possuem deveres fiduciários complementares e podem incorrer em responsabilidade por danos aos cotistas.

Di Biase (2023) corrobora que, à luz do Código Civil e da legislação de mercado, a regra é a responsabilidade subjetiva, exigindo prova de culpa, e cita a jurisprudência do STJ (incluindo o REsp 1.326.592/GO e o REsp 1.724.722/RJ) como balizas: a falta de informação adequada, a gestão temerária ou contrária ao mandato podem configurar culpa; já decisões de investimento controversas, mas tomadas de boa-fé e dentro das regras, não devem gerar reparação. Esse autor também aborda a influência da Lei de Liberdade Econômica (LLE), que alterou o Código Civil inserindo disposições específicas sobre fundos de investimento.

Com a LLE (convertida na Lei n.º 13.874/2019), passaram a constar do Código Civil artigos que, de um lado, limitam a responsabilidade de cada cotista ao valor de suas cotas e, de outro, permitem limitar a responsabilidade dos prestadores de serviços fiduciários do fundo. Houve expressa previsão de que os administradores/gestores não respondem solidariamente entre si, cada qual respondendo dentro do seu âmbito de atuação, e que não responderão pelas obrigações do fundo, salvo em casos de dolo ou má-fé. Di Biase (2023) explica que essa mudança legislativa veio dar maior segurança jurídica, corrigindo incertezas antigas: antes, temia-se que, na falta de patrimônio do fundo para honrar suas obrigações (por exemplo, uma

dívida com terceiros), o administrador pudesse ser diretamente cobrado; agora, a lei deixa claro que o administrador não garante as obrigações do fundo, exceto se agiu com intenção de fraude (má-fé) ou de forma dolosa. Isso evidentemente reforça o caráter subjetivo da responsabilidade: a simples insolvência do fundo ou perda patrimonial não gera obrigação pessoal do gestor; somente a conduta dolosa, de má-fé, poderá excepcionalmente transpor a barreira da autonomia patrimonial.

Ainda segundo Di Biase (2023), a Resolução CVM 175 incorporou esses comandos, detalhando as hipóteses de responsabilidade dos prestadores de serviço e enfatizando a função de *gatekeepers* que administradores e gestores exercem – devendo prevenir ilícitos e zelar pelos interesses dos investidores.

José Alexandre Gregório da Silva (2024), em dissertação de mestrado (FGV Direito SP, 2024), também foca nas alterações trazidas pela Resolução CVM 175 e pela LLE. Ele traça um panorama histórico das distorções anteriores – por exemplo, o fato de o administrador fiduciário, antes, responder como principal obrigado pelas questões do fundo, e a figura do gestor muitas vezes ser contratada à parte, gerava dúvidas sobre “quem responde pelo quê”.

Silva (2024) aponta que, com a unificação das normas na Res. 175, houve definição mais clara das atribuições e responsabilidades de cada agente (administrador fiduciário, gestor, custodiante etc.), o que deve refletir em uma aplicação mais coerente da responsabilidade civil. Em sua conclusão, ele sinaliza pontos de atenção nessa fase de transição para o novo modelo, mas reitera que os princípios basilares continuam os mesmos: a boa-fé objetiva, os deveres de lealdade, informação e diligência são o fio condutor para imputar responsabilidade. Ou seja, se cada ator cumprir seu dever legal e regulamentar, não deve ser responsabilizado por infortúnios; se descumprir, responderá nos limites do nexo causal de seu ato.

Silva (2024) também analisa posicionamentos jurisprudenciais controversos e como a doutrina vem se colocando. Por exemplo, discute se o CDC pode ser aplicado às relações entre gestores e investidores. Ele cita autores que defendem a aplicação do CDC sobretudo para investidores não profissionais (*retail*), o que implicaria responsabilidade objetiva do fornecedor de serviços de investimento em caso de defeito (art. 14 do CDC). No entanto, há consenso de que, mesmo sob a ótica do CDC, a responsabilidade do gestor por “defeito do serviço” exigirá comprovação de um vício na adequação ou segurança do serviço – o que, na prática, equivale a apontar uma falha concreta (logo, bem próximo à noção de culpa).

Assim, a doutrina e a jurisprudência têm dialogado no sentido de evitar automatismos: nem todo prejuízo de investidor é “defeito do serviço financeiro”, sob pena de se inviabilizar o mercado de capitais; é preciso identificar se houve gestão imprudente (que se poderia equiparar

a um serviço defeituoso) ou ausência de informações essenciais (descumprindo o dever legal, portanto defeito).

Sérgio Cavalieri Filho (2016), renomado civilista com obras clássicas sobre responsabilidade civil, embora não trate especificamente de fundos de investimento, fornece fundamentos teóricos aplicáveis. Ele enfatiza que a responsabilidade civil moderna funda-se na idéia de ato ilícito e de imputação de culpa, salvo disposições expressas de responsabilidade objetiva. Ele esclarece que a função da responsabilidade civil não é socializar todo e qualquer prejuízo, mas sim reparar danos decorrentes de violações a deveres jurídicos. Aplicado ao nosso tema, esse ensinamento sustenta a tese de que o risco do investimento, por si, é um risco assumido pelo investidor, e não um ilícito do gestor. Somente se o gestor violar um dever – legal, contratual ou de boa-fé – é que se configura o ilícito gerador de indenização.

Cavalieri Filho (2016) também discorre sobre situações de fortuito e força maior excluírem o nexo causal, lição que foi invocada no caso Madoff (a fraude sistêmica como fato de terceiro que rompe o nexo) e em outros julgados para isentar bancos quando a causa da perda foi externa e imprevisível. Além disso, analisa a *teoria da culpa concorrente da vítima*, que poderia ser alegada, por exemplo, em casos em que o investidor age com negligência quanto às informações recebidas ou assume conscientemente riscos elevados contra aconselhamento – nessas hipóteses, eventualmente se mitiga ou exclui a responsabilidade do gestor. Embora tais tópicos ainda não tenham sido explorados profundamente nos casos de fundos, a doutrina sugere que, se um investidor qualificado conscientemente busca altíssima rentabilidade e deixa registrado que tem ciência dos riscos, depois será difícil imputar culpa ao gestor por perdas dentro daquele risco esperado.

Outro doutrinador do direito do consumidor e civil, Rui Stoco (*apud* Cavalieri Filho, 2016) e outros, apontam a importância do equilíbrio e da informação. Uma linha doutrinária citada por Perricone (2009) lembra a noção do *caveat emptor* vs. *caveat venditor*: em mercados complexos como o de capitais, defende-se cada vez mais a aplicação do *caveat venditor* (que, no consumo, corresponde ao *caveat praebitor* mencionado por Sanseverino no REsp 1.599.511/SP) – ou seja, impõe-se ao fornecedor/gestor o ônus da diligência informativa, sob pena de responder objetivamente por danos ou ter negócios desfeitos. Esse entendimento reforça o viés protetivo em relação ao investidor não profissional, equiparando-o ao consumidor no que tange à exigência de divulgação clara de características, riscos e custos dos produtos financeiros. Contudo, os próprios doutrinadores admitem que isso não significa responsabilidade objetiva por resultado; significa, sim, que a violação do dever de informar ou de agir com lealdade pode gerar responsabilidade independentemente de dolo, bastando a

omissão em si (que é a culpa) e o dano. Em suma, a doutrina coeva converge para a ideia de que o ordenamento impõe aos administradores e gestores de fundos um padrão rigoroso de conduta – de cuidado e transparência – e a infração a esse padrão acarreta sua responsabilização, enquanto o cumprimento leal do dever os exime mesmo quando há perdas financeiras.

Por fim, destaca-se que a legislação atual consolidou princípios defendidos pela doutrina. A inserção dos arts. 1.368-C, 1.368-D e seguintes no Código Civil (pela LLE) trouxe a possibilidade de existência de classes de cotas com patrimônios segregados e a não solidariedade entre prestadores de serviço, incorporando sugestões de especialistas para modernizar o regime dos fundos. Além disso, a Resolução CVM n.º 175/2022 substituiu diversas instruções (como a ICVM 555) e, conforme analisado por Gregório da Silva, proporcionou maior clareza sobre as responsabilidades: por exemplo, distingue entre infrações atribuíveis ao administrador fiduciário (como deixar de segregar adequadamente os ativos ou de cumprir obrigações legais do fundo) e infrações do gestor (como desrespeitar a política de investimento ou os limites de risco do fundo), facilitando a identificação do nexo causal e do agente responsável em caso de dano. A doutrina aplaude essa evolução, pois mitiga o problema de antigamente em que se discutia se o administrador “pagaria o pato” por atos do gestor terceirizado – hoje, normativamente, cada qual responde na sua esfera.

Nicholas Di Biase (2023) e Sheila Perricone (2009) sublinham que, apesar dessas inovações, os investidores continuam amparados, pois permanece a regra de que o prestador de serviço responde pelos danos que causar por atuação irregular, e agora até com respaldo legal explícito de que atos de má-fé ou dolo rompem qualquer limitação de responsabilidade. Ou seja, não há isenção irrestrita de responsabilidade: o que há é a delimitação justa do risco empresarial de gerir fundos, sem impedir a punição de abusos ou faltas graves.

Em conclusão, a doutrina atual – Cavalieri Filho (2016) em sede geral, e especialistas como Perricone (2009), Di Biase (2023) e Gregório da Silva (2024) no campo específico – consolida a visão de que a responsabilidade civil dos gestores de fundos deve ser analisada sob uma lente equilibrada: nem se espera deles infalibilidade nos investimentos, nem se tolera descumprimento dos deveres fiduciários. Prova da culpa, do nexo e do dano segue sendo a pedra de toque para imputação de responsabilidade, com forte ênfase no dever de diligência e informação. Assim, ao compor o quadro jurisprudencial e sancionador com as lições doutrinárias, pode-se afirmar que o sistema brasileiro caminha para uma responsabilidade dos gestores de fundos calcada na culpa e na boa-fé objetiva, garantindo proteção aos investidores sem engessar a gestão profissional de recursos.

4 DESAFIOS E PERSPECTIVAS DA RESPONSABILIDADE DOS GESTORES

4.1 PROBLEMAS NA APLICAÇÃO DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR AOS COTISTAS DE FUNDOS

Um dos desafios centrais na esfera dos fundos de investimento é a tentativa de enquadrar a relação entre cotistas e gestores sob as normas do Código de Defesa do Consumidor (CDC). Na prática forense, tem-se observado que muitos julgados equiparam o cotista a um *consumidor*, aplicando as proteções do CDC aos conflitos em fundos de investimento (Dotta, 2005).

Estudo da FGV identificou que, de 89 decisões sobre o tema ao longo de uma década, 76 (cerca de 85%) aplicaram as regras consumeristas, sem qualquer referência à regulação específica da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aplicável aos fundos (Dotta, 2005). O principal fundamento utilizado pelos tribunais para justificar essa equiparação é a Súmula 297 do STJ, segundo a qual “o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras” (Thielmann, 2004). Assim, muitos juízes têm entendido que a gestão de um fundo constitui um serviço bancário ou financeiro sujeito ao CDC, invertendo-se o ônus da prova em favor do investidor e impondo aos prestadores de serviço uma responsabilidade objetiva por eventuais “defeitos” na prestação do serviço.

Essa aplicação indiscriminada do CDC traz diversos problemas. Primeiro, ignora-se a natureza própria do investimento em fundos: o risco financeiro é inerente a essas aplicações, de modo que perdas podem ocorrer sem que haja qualquer ilícito por parte do gestor. Todavia, sob a ótica do CDC, tais perdas podem ser interpretadas como falha do serviço, gerando potencial indenizatório mesmo quando decorrem de oscilações de mercado fora do controle do gestor (Dotta, 2005). Segundo, a inversão do ônus probatório pelo CDC obriga o gestor ou administrador demandado a comprovar que atuou sem culpa ou dolo, tarefa complexa em contextos de alta volatilidade e tecnicidade (Brasil, STJ, 2020).

Essa situação pode elevar os custos operacionais da indústria de fundos, seja pelo aumento de litígios, seja pela necessidade de contratação de seguros e adoção de medidas extras de proteção legal. Há quem alerte que a consolidação desse entendimento ampliaria a percepção de risco dos gestores, possivelmente encarecendo as taxas de administração cobradas no mercado (Brasil, STJ, 2020). Ademais, a aplicação mecânica do CDC pelos órgãos judiciais desconsidera frequentemente a existência de normas e autoridades especializadas na regulação dos fundos de investimento. Conforme apontado, em nenhum dos casos analisados naquele

estudo as normas específicas da CVM foram levadas em conta pelo Judiciário (Brasil, STJ, 2020).

Essa falta de diálogo entre o Direito do Consumidor e o Direito do Mercado de Capitais pode gerar decisões desalinhadas com a dinâmica e peculiaridades do setor. Exemplos disso foram verificados em decisões judiciais que condenaram gestores por perdas decorrentes da introdução de novas práticas contábeis (como a marcação a mercado em 2002) ou por prejuízos em investimentos de alto risco, interpretando tais eventos como falhas puníveis, quando na verdade refletiam riscos assumidos ou mudanças regulatórias. Tais decisões evidenciam a limitada especialização financeira de alguns tribunais e o risco de se criar uma *jurisprudência* que, na visão de especialistas, pode desestimular a atuação dos gestores e inibir a inovação na indústria de fundos (Thielmann, 2004).

4.2 ARGUMENTOS CONTRÁRIOS À EQUIPARAÇÃO DO COTISTA A CONSUMIDOR

Diante dos problemas mencionados, diversos juristas e agentes do mercado defendem que os investidores de fundos **não** devem ser automaticamente equiparados a consumidores. Várias são as razões apresentadas para afastar a incidência irrestrita do CDC nesse âmbito. Uma delas decorre da **natureza jurídica dos fundos de investimento**. Diferentemente de uma relação típica de consumo (por exemplo, a compra de um produto ou serviço para uso final), o fundo de investimento configura um **condomínio especial de investidores**, um ente despersonalizado em que os cotistas congregam recursos com finalidade de investimento coletivo (Dotta, 2005).

Nessa estrutura, o cotista não é um adquirente de um bem de consumo final, mas sim um coproprietário de uma comunhão de recursos sujeita a riscos de mercado. Por essa ótica, falta-lhe a posição de **destinatário final** típica do consumidor nos termos do art. 2º do CDC, especialmente quando se trata de investidores que ingressam no fundo buscando lucro e assumindo conscientemente os riscos inerentes às aplicações financeiras.

O Superior Tribunal de Justiça já reconheceu em diversos julgados que, se o aplicador pretendeu ganhos elevados assumindo operações especulativas, presume-se que tinha ciência dos riscos envolvidos e não pode ser tratado como um consumidor vulnerável no sentido clássico (D'andréa, 2012). Em outras palavras, o investidor que almeja retornos maiores que os de investimentos conservadores aceita a possibilidade de perdas, o que enfraquece a ideia de

hipossuficiência ou vulnerabilidade informacional que justificaria a tutela consumerista irrestrita.

Outro argumento contrário à aplicação do CDC baseia-se no **papel técnico e fiduciário do gestor**, aliado à existência de uma **regulação específica** e abrangente para os fundos de investimento. Os gestores de recursos e administradores de fundos estão subordinados a normas próprias editadas pela CVM, pelo Banco Central e até por códigos de autorregulação (ANBIMA), que estabelecem deveres de diligência, lealdade, transparência e boa-fé no relacionamento com os cotistas (D'andréa, 2012). Essa regulação setorial busca justamente proteger os investidores e equilibrar a relação, impondo padrões de conduta estritos aos prestadores de serviço.

Alguns autores argumentam que qualquer vulnerabilidade do cotista já está tutelada por essas normas específicas do mercado de capitais, tornando desnecessária a qualificação do investidor como “consumidor” (Dias, 2018). O jurista Nelson Eizirik, por exemplo, defende que a existência de um arcabouço regulatório próprio afasta a necessidade de invocar o CDC, pois os riscos e deveres no âmbito dos fundos são matéria de legislação especial (Dias, 2018). Ademais, no relacionamento fundo-investidor, a prestação de serviços ocorre de forma indireta: a instituição gestora administra a carteira do **fundo** (condomínio), e não presta um serviço personalizado e direto ao cotista individual, diferentemente do que se dá numa típica relação de consumo bancária (Dias, 2018). Essa distinção técnico-jurídica reforça o argumento de que a incidência automática das normas consumeristas seria um desencaixe legal, ignorando a especificidade de que o cotista participa de um empreendimento financeiro coletivo e regulado.

Por fim, vale notar a importância de **diferenciar perfis de investidores**. Mesmo entre os cotistas de fundos destinados ao público em geral, há diversos graus de conhecimento e experiência. A doutrina aponta que nem todo aplicador pessoa física pode ser considerado vulnerável; investidores qualificados ou profissionais, ou mesmo investidores de varejo com atuação habitual no mercado, possuem maior capacidade de compreender e assimilar riscos (D'andréa, 2012; Dias, 2018). Nessas hipóteses, a tutela do CDC seria menos justificável, pois tais investidores não se enquadram no paradigma do consumidor leigo e desinformado.

Em suma, os críticos da equiparação alertam que a proteção jurídica do investidor deve ser pensada de forma mais calibrada que a do consumidor comum, sob pena de se criar um descompasso entre a realidade do mercado de capitais e as soluções legais aplicadas.

4.3 BOA-FÉ DO GESTOR COMO EXCLUIDENTE DE RESPONSABILIDADE INJUSTA

No contexto da responsabilidade dos gestores, emerge como fundamental a preservação do princípio da **boa-fé** – tanto objetiva quanto subjetiva – como fator de exclusão de responsabilizações indevidas. Em essência, sustenta-se que, se o gestor atuou de forma proba, diligente e leal, sem incorrer em dolo, má-fé ou culpa grave, não deve ser responsabilizado pelos prejuízos decorrentes de riscos típicos do investimento. Esse entendimento ganhou **amparo legal expresso** com as inovações introduzidas pela Lei da Liberdade Econômica (Lei n.º 13.874/2019), que incorporou dispositivos específicos no Código Civil para disciplinar os fundos de investimento.

O artigo 1.368-E do CC estabelece que os fundos respondem diretamente por suas obrigações e que os prestadores de serviço (como gestores e administradores) **só responderão pessoalmente por obrigações do fundo em caso de ato doloso ou de má-fé** (Dias, 2018). Essa regra positivou, na seara civil, a ideia de que o gestor de recursos somente deve arcar com consequências financeiras se agiu com intenção maliciosa ou desleal, reforçando a **exclusão de responsabilidade quando presente a boa-fé** do prestador de serviço.

Paralelamente, o §2º do art. 1.368-D do Código Civil passou a determinar que, na apuração da responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais do fundo, deve-se levar em consideração os **riscos inerentes** às aplicações e a natureza de **obrigação de meio**, não de resultado, dos serviços prestados (Dias, 2018). Trata-se de consagrar legislativamente entendimento já consolidado na doutrina e em decisões administrativas da CVM: o gestor não garante resultados, apenas se compromete a empregar os melhores esforços e práticas na administração da carteira.

A consagração da obrigação de meio significa que a mera ocorrência de um resultado desfavorável (como uma perda financeira) não implica, por si só, ilicitude ou falha do gestor, desde que este tenha cumprido seus deveres fiduciários de forma adequada (Thielmann, 2004). Assim, a boa-fé objetiva – traduzida em condutas transparentes, informativas e leais – funciona como baliza para delimitar até onde vai a responsabilidade do gestor.

Em jurisprudência, essa valorização da boa-fé e dos deveres de conduta também é evidente. O STJ tem decidido reiteradamente que **não há dever de indenizar prejuízos simplesmente decorrentes do risco do investimento**, exceto se restar configurada alguma **má-gestão temerária, fraude ou omissão relevante** por parte do administrador/gestor (Dotta, 2005). Por exemplo, no leading case do REsp 799.241, fixou-se a regra geral de inexistir

responsabilidade civil do gestor por perdas financeiras em operações de risco normal. Contudo, em casos posteriores, a Corte tem ressalvado que a **falta de adequada informação** ao investidor sobre esses riscos ou a prática de atos contrários à boa-fé podem sim autorizar a responsabilização (Dotta, 2005).

Em um caso notório julgado em 2013, o STJ manteve a condenação de uma gestora justamente porque esta deixou de avisar claramente o cotista sobre os elevados riscos de um fundo de derivativos e ainda o coagiu a permanecer no investimento durante uma brusca desvalorização cambial, comportamento considerado incompatível com a boa-fé e a diligência esperadas (Dotta, 2005; Thielmann, 2004).

Essas decisões ilustram que, quando o gestor atua dentro dos parâmetros da boa-fé – prestando todas as informações devidas, seguindo o regulamento do fundo e agindo com prudência –, eventuais perdas inserem-se na “**álea normal**” do negócio e não configuram falha passível de indenização. Pelo contrário, a presença da boa-fé e da lealdade pode funcionar como causa excludente de responsabilidade, seja pela ausência de nexo causal (não houve defeito no serviço) seja pela configuração de culpa exclusiva do investidor ou de fortuito externo, na linguagem do CDC (Thielmann, 2024).

Em suma, **preservar a boa-fé do gestor** como elemento central significa evitar que gestores diligentes sejam punidos por resultados adversos que não provocaram, assegurando um equilíbrio justo entre proteção ao investidor e estímulo à gestão profissional de recursos.

4.4 TENDÊNCIAS RECENTES: LITIGÂNCIA, PRESSÃO REGULATÓRIA E EVOLUÇÃO JURISPRUDENCIAL

Nos últimos anos, o cenário dos fundos de investimento tem passado por transformações significativas que afetam diretamente a discussão sobre a responsabilidade dos gestores. Uma primeira tendência observada é o **aumento da litigância** envolvendo cotistas e prestadores de serviço de fundos. O crescimento exponencial do número de investidores individuais no mercado de capitais brasileiro – de cerca de 700 mil em 2018 para mais de 5 milhões em 2024 apenas na bolsa de valores (D’andréa, 2012) – trouxe inevitavelmente um maior volume de conflitos e reclamações. Investidores de varejo, muitas vezes menos experientes, tornaram-se parte de estruturas financeiras complexas, e, diante de perdas ou frustrações, não raro recorrem ao Judiciário em busca de reparação. Essa realidade pressiona tanto os tribunais quanto os órgãos reguladores a refinarem seus entendimentos e regras para lidar com disputas dessa natureza.

Do lado **regulatório**, houve uma resposta robusta visando aprimorar a proteção ao investidor sem sufocar a indústria de fundos. A CVM, em conjunto com o Conselho Monetário Nacional, empreendeu uma reforma ampla na regulamentação de fundos, culminando na **Resolução CVM n.º 175/2022**, em vigor desde outubro de 2023 (Brasil, STJ, 2020). Esse novo marco regulatório consolidou diversas normas e incorporou sugestões do mercado, tendo entre seus objetivos centrais aclarar as funções e responsabilidades de cada prestador de serviço no âmbito do fundo (Dotta, 2005; Thielmann, 2004).

Dentre as mudanças trazidas, destacam-se: (i) a **distinção explícita** entre as obrigações do gestor e do administrador, eliminando a presunção anterior de solidariedade irrestrita entre eles – agora a solidariedade só existe se pactuada e limitada, não sendo mais obrigatória nos fundos em geral (Martins-Costa; Martins-Costa, 2021); (ii) a já citada consagração legal da **obrigação de meio** e do reconhecimento dos riscos de mercado na avaliação de responsabilidades (Dias, 2018); e (iii) o alinhamento da regulamentação à Lei de Liberdade Econômica, reforçando que eventuais responsabilizações devem se vincular ao **descumprimento dos deveres específicos** de cada agente (deveres estes que incluem boa-fé, diligência, lealdade, transparência, etc., conforme previstos em normas como a Resolução CVM 21/2021) (D’andréa, 2012).

Em síntese, a **pressão regulatória** recente tem buscado equilibrar dois polos: de um lado, aumentar a segurança jurídica e a confiança dos investidores (coibindo práticas abusivas, exigindo maior disclosure de informações e *suitability* dos produtos ao perfil do cliente; de outro, **proteger gestores e administradores de imputações excessivas**, definindo com maior precisão os limites de suas obrigações e responsabilizações. A CVM, inclusive, realizou em 2020 a Audiência Pública SDM n.º 08/2020, de ampla participação, justamente para debater esses temas e colher sugestões sobre o regime de responsabilidade nos fundos de investimento. O resultado refletido na Resolução 175/2022 indica uma tendência regulatória de reconhecer a especificidade do negócio de gestão de investimentos, evitando transpor mecânicas de outros ramos (como o direito do consumidor) de forma descontextualizada.

No âmbito da **jurisprudência**, também se notam evoluções importantes. Conforme mencionado, o STJ já firmara antes mesmo das mudanças legais o entendimento de que a responsabilidade dos gestores tem natureza **subjetiva**, dependendo de comprovação de culpa ou dolo, e que a obrigação assumida é de meio, não de resultado (Dotta, 2005; Thielmann, 2004). Nos casos mais recentes, verifica-se um refinamento na análise: os tribunais têm levado em conta o **perfil do investidor** lesado e o cumprimento dos **deveres de informação** pelo intermediário.

Para investidores profissionais ou qualificados, ou mesmo para investidores não qualificados que agem de forma habitual e esclarecida no mercado, as Cortes mostram-se mais relutantes em conceder indenizações por perdas ordinárias, presumindo que esses agentes conheciam os riscos assumidos (D'andréa, 2012; Dias, 2018). Já em relação aos **investidores de varejo menos habituados**, as decisões focalizam se houve falha na divulgação de informações ou descumprimento de perfil de *suitability*. Quando fica demonstrado que a instituição financeira ou o gestor desrespeitou o dever de adequação do produto ao perfil do cliente ou omitiu riscos relevantes, o Judiciário tende a responsabilizá-los pelas perdas sofridas, reconhecendo a vulnerabilidade informacional do pequeno investidor nesse cenário.

Em contraste, se o dever de informação foi cumprido e o investidor, ainda assim, optou por um investimento incompatível com seu conservadorismo, algumas decisões negam a indenização sob o argumento de assunção de riscos pelo próprio aplicador. Em suma, a jurisprudência recente busca um **ponto de equilíbrio**: nem paternalismo excessivo que assegure lucro onde houve risco consciente, nem liberalismo desmedido que deixe de punir condutas negligentes ou enganosas dos gestores. Importante notar que a entrada em vigor dos novos artigos do Código Civil (1.368-C, D, E) provavelmente influenciará futuros julgados, oferecendo uma moldura legal mais nítida para as cortes.

A expectativa é de maior harmonização entre os julgamentos judiciais e o regime normativo setorial: por exemplo, espera-se que juízes passem a considerar expressamente que os serviços de gestão são obrigação de meio e que os riscos inerentes devem ser considerados na análise de causalidade e culpa, conforme determina o art. 1.368-D, §2º (Dias, 2018). Isso representaria um avanço na uniformização do entendimento, reduzindo as decisões dissonantes que outrora aplicavam cegamente o CDC sem ponderar as peculiaridades do mercado financeiro.

Por fim, é válido mencionar que o aumento de litígios também trouxe à tona **mecanismos alternativos** de resolução de disputas e especialização. A B3 (Bolsa de Valores brasileira) tem estimulado a inclusão de cláusulas compromissórias de **arbitragem** em regulamentos de fundos e contratos de distribuição, visando direcionar conflitos entre cotistas e gestores para câmaras especializadas, onde árbitros com conhecimento técnico podem julgar com maior propriedade. Há também discussões sobre a necessidade de varas ou turmas especializadas em direito do mercado de capitais, dada a complexidade desses casos. Todas essas medidas integram as tendências de aprimorar a forma como as controvérsias envolvendo fundos de investimento são solucionadas, seja prevenindo litígios por meio de transparência e regulação adequada, seja tratando-os em foros mais adequados que o Judiciário comum.

4.5 PROPOSTAS PARA APRIMORAR A GOVERNANÇA E LIMITAR A RESPONSABILIZAÇÃO INDEVIDA DOS GESTORES

Frente aos desafios mapeados, diversas propostas e sugestões têm sido aventadas para melhorar a **governança dos fundos de investimento** e evitar que gestores sejam responsabilizados de forma indevida ou desproporcional. Uma das ideias recorrentes é o desenvolvimento de um **marco legal próprio de proteção ao investidor**, distinto do CDC – algo como um "Código de Defesa do Investidor". Essa proposta, defendida por alguns especialistas, visa reconhecer que o investidor em produtos financeiros possui características e necessidades de tutela diferentes do consumidor comum (Thielmann, 2004).

Um código específico poderia consolidar os direitos dos aplicadores (especialmente os de varejo) e os deveres dos intermediários, de forma equilibrada, evitando tanto lacunas quanto excessos punitivos. Na visão de Carlos S. Junqueira de Siqueira, por exemplo, “o mundo ideal seria termos um código de defesa do investidor. O investidor não é um consumidor” (Thielmann, 2004). Embora ainda embrionária, essa ideia denota a busca por soluções legislativas sob medida para o mercado de capitais.

Outra frente de propostas concentra-se em **melhorias na governança interna e na autorregulação** da indústria de fundos. Recomenda-se que os fundos reforcem seus mecanismos de controle e transparência, por exemplo, através da criação de comitês de risco e de investimento com participação independente, capazes de supervisionar as decisões dos gestores e mitigar possíveis conflitos de interesse. A adoção de práticas de *compliance* mais robustas e auditorias frequentes também é sugerida para assegurar que os gestores sigam fielmente os mandatos dos fundos e as normas aplicáveis, reduzindo a chance de erros ou desvios que possam gerar disputas.

A ANBIMA, como entidade de autorregulação, tem atualizado seus códigos de melhores práticas visando explicitar normas de conduta e fomentar a **educação dos investidores**, o que por sua vez diminui a probabilidade de alegações de falta de informação. Por exemplo, tem-se enfatizado a padronização de lâminas e prospectos dos fundos com linguagem clara sobre riscos, e a exigência de que distribuidores realizem avaliação de perfil (*suitability*) rigorosa antes de alocar clientes em produtos complexos (ANBIMA, 2016). Essas medidas procuram atacar a raiz de muitos litígios – a assimetria de informação – tornando os investidores mais cientes do que esperar e, consequentemente, menos propensos a reclamar quando os resultados estiverem dentro do espectro de risco assumido.

No âmbito **jurídico-contratual**, sugere-se aperfeiçoar os instrumentos dos fundos para delimitar responsabilidades. Após a Lei da Liberdade Econômica, já é possível inserir no regulamento do fundo cláusulas de **limitação de responsabilidade** dos prestadores de serviço, vinculadas ao cumprimento de seus deveres (art. 1.368-D, II, CC) (Dias, 2018). Recomenda-se que os fundos destinados a investidores de varejo façam uso judicioso dessa prerrogativa, deixando claro, por exemplo, que o gestor não responderá por perdas decorrentes de oscilações normais de mercado, respondendo apenas por descumprimento de obrigações legais ou regulamentares, má-fé ou dolo. Tais cláusulas, desde que destacadas e compreensíveis, podem ajudar a alinhar expectativas e servir de elemento de defesa em eventual disputa, reforçando contratualmente a natureza de obrigação de meio da gestão.

Por outro lado, também se sugere que *não* se inclua mais a antiga cláusula de solidariedade automática entre administrador e gestor, exceto se realmente necessária, pois a solidariedade amplia indevidamente o círculo de responsabilização além do agente efetivo da conduta. A nova regulação já aboliu a exigência de solidariedade, e a tendência é que cada parte responda por seus próprios atos, o que é saudado como avanço de governança e justiça (Martins-Costa; Martins-Costa, 2021).

Adicionalmente, propõe-se o fortalecimento dos **meios alternativos de resolução de conflitos**. A institucionalização de mecanismos de mediação e arbitragem, talvez via convênios entre a CVM, B3 e entidades de defesa do investidor, poderia oferecer uma via mais célere e tecnicamente apurada para resolver reclamações de cotistas, fora do pesado rito judicial. Isso reduziria tanto os custos de disputas para investidores quanto a exposição dos gestores a decisões judiciais potencialmente desinformadas.

Em paralelo, sugere-se capacitar melhor o próprio Poder Judiciário em matérias de mercado de capitais – por meio de cursos, cartilhas ou criação de câmaras especializadas – de forma que, quando acionado, esteja apto a julgar com compreensão das especificidades (por exemplo, entendendo o significado de derivativos complexos, *stop loss*, marcação a mercado etc., evitando equívocos na avaliação de condutas).

Por fim, é crucial mencionar a **cultura de gestão de riscos e seguros**. Incentivar que gestores e administradores contratem seguros de responsabilidade civil (E&O – *Errors and Omissions Insurance* ou D&O para administradores) é outra medida prudencial. Embora isso não altere a existência da responsabilidade em si, garante que, caso haja uma condenação, os gestores tenham cobertura para arcar com indenizações, o que os deixa mais confortáveis para trabalhar sem receio de ruína pessoal e também protege os investidores quanto à efetividade de uma reparação se devida.

Em paralelo, a **responsabilização administrativa** pela CVM continua a atuar como filtro importante: a CVM pode punir gestores por condutas imprudentes ou negligentes mesmo que não configuradas como dolo/má-fé na esfera civil. A manutenção de uma fiscalização rigorosa e de penalidades proporcionais pela autarquia serve tanto para desestimular práticas lesivas quanto para tranquilizar o público de que há consequências para gestores faltosos, sem precisar recorrer massivamente a ações judiciais.

Em conclusão, as perspectivas apontam para um aperfeiçoamento gradativo do ambiente normativo e de mercado. Busca-se **aprimorar a governança** dos fundos com regras mais claras e boas práticas, ao mesmo tempo em que se **limita a responsabilização indevida** dos gestores – isto é, evitando culpabilizá-los por eventos fora de seu controle ou por simples infortúnios de mercado. O desafio é calibrar a proteção ao investidor de modo a punir efetivamente a má-fé, o dolo ou a negligência grave, sem tolher a assunção de riscos legítimos que é inerente à atividade de investimento.

As reformas legais recentes e as tendências jurisprudenciais sugerem um movimento nesse sentido: maior segurança jurídica para os gestores diligentes e maior efetividade na punição dos verdadeiros abusos. Essas medidas, aliadas a uma crescente educação financeira da população, tendem a beneficiar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro como um todo, equilibrando confiança dos investidores e incentivos adequados aos gestores profissionais.

5 CONCLUSÃO

Em face da análise empreendida nos três capítulos, reafirma-se a tese central de que a responsabilização civil dos gestores de fundos de investimento deve fundar-se no dever fiduciário e na lógica da responsabilidade subjetiva. Isso significa que o gestor responde somente quando age com culpa (por ação ou omissão ilícita, negligência, imprudência ou dolo), nos termos do art. 927 do Código Civil. Não se trata, portanto, de uma garantia de resultado ao cotista, mas de uma obrigação de meio pautada na diligência e lealdade esperadas de um profissional qualificado.

Tal premissa é corroborada pela regulamentação específica da CVM: a recente Resolução CVM n.º 175/2022 consolidou os deveres fiduciários dos administradores e gestores, mantendo praticamente inalterados os deveres de diligência e lealdade já consagrados na Instrução CVM 555/2014, bem como a sua configuração como obrigações de meio, e não de fim (Thielmann, 2004). Em outras palavras, o gestor deve empregar seus melhores esforços, expertise técnica e boa-fé para atender aos interesses do fundo e de seus cotistas, sem que haja assunção de obrigação de entregar um resultado específico ou rentabilidade mínima garantida. A presença indispensável do elemento culpa para caracterização do ilícito reforça que o regime aplicável é o da responsabilidade subjetiva, não se cogitando responsabilização objetiva do gestor salvo disposição legal expressa em contrário (Dotta, 2005).

Essa conclusão afasta, por conseguinte, a aplicação indiscriminada do Código de Defesa do Consumidor (CDC) às relações entre gestores de fundos e investidores. Conforme discutido no Capítulo 2, a tentativa de equiparar o cotista de fundo a um “consumidor” e o gestor a um “fornecedor” de serviços financeiros de consumo não encontra amparo nos conceitos legais nem na jurisprudência consolidada.

O Superior Tribunal de Justiça – STJ, ao julgar o REsp 1.198.600/SP, deixou claro que o investidor em um fundo busca a obtenção de lucro e assume riscos inerentes ao mercado de capitais, não se encaixando na figura de destinatário final de um produto ou serviço nos moldes do CDC (Brasil, STJ, 2020). A Terceira Turma do STJ, por exemplo, destacou que na aquisição de valores mobiliários com intuito especulativo-lucrativo inexiste relação de consumo, pois não se preenchem os pressupostos de consumidor (destinatário final) e fornecedor tal como definidos no art. 2º do CDC (Brasil, STJ, 2020).

Ainda que a Súmula 297 do STJ preveja a incidência do CDC às instituições financeiras em geral, isso não significa que toda e qualquer interação entre investidores e participantes do mercado financeiro deva ser regida pelo CDC. No caso dos fundos de investimento, a relação

jurídica tem natureza especial (condominial e fiduciária), estando sujeita a regramento próprio do mercado de capitais.

No precedente mencionado do STJ (REsp 1.198.600/SP), firmou-se exatamente essa orientação: afastar a aplicação do CDC ao gestor de recursos, rechaçando soluções fáceis como a inversão do ônus da prova automática contra o gestor ou a presunção de responsabilidade objetiva, sob pena de desvirtuar a dinâmica própria dos investimentos coletivos. Em vez disso, o que se exige do gestor é a observância dos deveres legais e regulamentares de boa-fé, transparência e lealdade – cuja violação, aí sim, enseja responsabilidade civil nos termos do Código Civil e da regulamentação da CVM.

Ademais, conforme explorado no Capítulo 3, o ordenamento jurídico brasileiro já dispõe de instrumentos suficientes para a tutela dos investidores e para a responsabilização dos gestores em caso de falta ou abuso, não sendo necessária a importação indevida de mecanismos do direito do consumidor.

A própria legislação e regulamentação do mercado de capitais impõem aos administradores e gestores de fundos um dever legal de diligência, de lealdade e de transparência para com os cotistas. Esses deveres fiduciários decorrem do princípio da boa-fé objetiva e estão positivados em normas específicas – seja no Código Civil (dever geral de probidade na administração de bens de terceiros), seja nas regras da CVM. Por exemplo, a Instrução CVM 558/2015 (atualizada pela Res. CVM 175/2022) estatuiu regras de conduta expressas para administradores e gestores, obrigando-os a atuar com diligência, lealdade em relação aos clientes (cotistas), a evitar práticas que conflitem com a relação fiduciária e a prestar informações claras e adequadas (Thielmann, 2004).

O dever de transparência impõe, entre outros aspectos, que o gestor revele de forma completa a política de investimento do fundo, os riscos envolvidos e demais informações relevantes, possibilitando ao investidor tomar decisões conscientes e alinhadas a seu perfil de risco (Dotta, 2005). Cumpridos esses deveres – diligência na gestão, lealdade aos interesses dos cotistas e informação adequada sobre os riscos – não há ilicitude na atuação do gestor, mesmo que haja prejuízo financeiro, pois perdas e ganhos fazem parte do risco assumido pelo investidor. Nesse sentido, já decidiu o STJ que a mera perda patrimonial do cotista não configura, por si só, defeito na prestação do serviço de gestão nem gera obrigação de indenizar, salvo se demonstrado um ato antijurídico imputável ao gestor como causa do dano (D'andréa, 2012).

Assim, o sistema já prevê a responsabilização do gestor nos casos de descumprimento de seus deveres fiduciários ou de atuação temerária, sem exigir a criação de novas categorias

protetivas. Aliás, a jurisprudência tem reconhecido que o gestor de fundo não tem obrigação de resultado, mas sim de meio, devendo empregar os melhores esforços profissionais para obter o melhor desempenho possível, porém sem garantir lucro ou evitar perdas inevitáveis de mercado. Não se cuida, portanto, de relação de consumo em que se possa alegar “vício” ou “defeito” do serviço apenas em razão de perdas financeiras inerentes ao risco do investimento. Pelo contrário, as perdas devem ser suportadas pelo investidor quando decorrentes de riscos normais de mercado, cabendo reparação somente se o gestor falhou em seu dever de gerir com prudência ou violou normas (por exemplo, excedendo a política do fundo ou omitindo informações cruciais).

Essa compreensão é reforçada pelo paulatino amadurecimento da governança do mercado de fundos de investimento e pelo fortalecimento da autorregulação setorial, aspectos destacados tanto na jurisprudência administrativa da CVM quanto na doutrina especializada. Nos últimos anos, a Comissão de Valores Mobiliários vem construindo uma linha jurisprudencial mais clara quanto aos papéis e responsabilidades de cada participante na administração dos fundos.

Um exemplo emblemático é o *Caso Pacific* (PAS CVM RJ2015/12087, julgado em 2018), no qual se discutiu a aquisição irregular de determinados ativos (debêntures) pelo gestor de um fundo, em possível detimento dos cotistas. Nesse julgamento, o Colegiado da CVM condenou o gestor por violação de seus deveres fiduciários – notadamente o dever de diligência – ao realizar um investimento contrário aos interesses do fundo, ignorando diversos sinais de alerta (*red flags*) (Dias, 2018).

Por outro lado, o administrador do fundo, que havia adotado providências tempestivas dentro do escopo de sua função (como questionar o gestor e comunicar indícios de irregularidade), foi absolvido, reconhecendo-se que suas atribuições são mais limitadas quanto ao mérito das decisões de investimento (Dias, 2018). Esse precedente é importante por segregar as responsabilidades do gestor e do administrador, delineando que cabe ao gestor a decisão e o ônus das escolhas de investimento (devendo arcar com as consequências de decisões negligentes ou imprudentes), ao passo que o administrador funciona como um “vigia” dos cotistas, fiscalizando o enquadramento da carteira à política de investimento e outras obrigações regulamentares, mas sem interferência no mérito da gestão profissional (Dias, 2018).

A CVM, ao isentar o administrador de corresponsabilidade naquele caso, traçou um importante marco de governança, sinalizando que o administrador não responde por discordar pontualmente da estratégia do gestor, desde que cumpra seu dever de supervisão e reporte quaisquer violações fiduciárias do gestor à CVM. Com isso, consolida-se gradualmente uma

jurisprudência administrativa que reconhece a diferenciação de papéis e incentiva boas práticas de governança na indústria de fundos (Dias, 2018).

Paralelamente, a doutrina especializada tem acompanhado e fomentado esse amadurecimento regulatório. Autores como Nicholas Furlan Di Biase, Nelson Eizirik e Sheila C. Perricone dedicaram estudos aprofundados ao tema, corroborando a ideia de que o regime de responsabilidade dos gestores deve mesmo se basear nos deveres fiduciários clássicos (diligência, lealdade, transparéncia) e em uma avaliação subjetiva de culpa.

Di Biase (2023), em obra específica sobre responsabilidade do administrador e gestor de fundos, conclui pela natureza subjetiva dessa responsabilidade, não remanescendo bases jurídicas ou econômicas para se pretender uma responsabilização objetiva do gestor por perdas do fundo (Dotta, 2005; Thielmann, 2004). Esse entendimento doutrinário alinha-se, aliás, às lições já lançadas desde a entrada em vigor do Código Civil de 2002 – quando se discutiu a aplicação do art. 927, parágrafo único (teoria do risco) às atividades de gestão. Na época, argumentou-se com razão que seria “desarraizado e desastroso” submeter os administradores/gestores de fundos a uma responsabilidade objetiva pelo insucesso dos investimentos, pois a atividade, embora envolva riscos, não os transfere integralmente ao gestor, dado que o investidor consciente participa voluntariamente da assunção desses riscos em busca de retornos superiores (Dotta, 2005).

Nas palavras de Eduardo Montenegro Dotta, a regulamentação do setor impõe normas de conduta cuja inobservância acarreta responsabilização (por subjetividade culposa), ao passo que “a obrigação contratada com os administradores é unicamente de meio”, de forma que estes “se comprometem a envidar os melhores esforços, conhecimentos e experiência”, mas sem garantir determinado resultado, sendo a rentabilidade do fundo variável e não assegurada (Dotta, 2005). Assim, qualquer tentativa de objetivar a responsabilidade do gestor contrariaria não só o arcabouço jurídico vigente, mas também a racionalidade econômica da indústria de fundos, como alertam Di Biase e outros juristas.

Perricone (2009), por sua vez, enfatiza a importância de instrumentos de governança interna e autorregulação – como a definição clara da política de investimento no regulamento do fundo – para delimitar a atuação do gestor e proteger os cotistas, salientando que a adesão a boas práticas e códigos de autorregulação setoriais tem contribuído para elevar os padrões de diligência e *accountability* na gestão de recursos.

A doutrina também aponta para um estágio de maior maturidade do mercado, em que os próprios participantes demandam segurança jurídica e equilíbrio regulatório, participando ativamente de consultas públicas (como a Audiência Pública SDM 08/2020 que antecedeu a

edição da Resolução 175) para aperfeiçoar as normas (Thielmann, 2004). O resultado é uma regulação mais afinada com a realidade de mercado, incorporando sugestões da indústria e consagrando princípios de boa governança e alocação eficiente de riscos. Esse movimento de cooperação regulatória reflete uma *autorregulação regulada*, em que códigos de conduta da ANBIMA e orientações da CVM caminham juntos, reforçando os deveres fiduciários dos gestores sem engessá-los ou desincentivar a inovação.

Por fim, sob uma perspectiva prospectiva, defende-se a necessidade de manter um equilíbrio adequado entre a proteção aos investidores e a segurança jurídica conferida aos gestores profissionais. O regime de responsabilidade subjetiva baseado em dever fiduciário, além de juridicamente correto, mostra-se o mais equilibrado para atingir esse binômio.

Ao proteger o investidor contra abusos ou gestão temerária (por meio da punição de violações culposas ou dolosas dos deveres do gestor), evita-se também a criação de incentivos perversos que adviriam de uma responsabilidade objetiva ou de uma aplicação imprópria do CDC. Se os gestores fossem responsabilizados por quaisquer prejuízos dos cotistas independentemente de culpa – em essência tornando-se asseguradores universais do investimento –, os efeitos seriam contraproducentes: haveria uma elevação de custos e prêmios de risco, ou uma excessiva aversão dos gestores a qualquer investimento arrojado, podendo inviabilizar a própria indústria de fundos e diminuir as oportunidades de retorno para os investidores (Dotta, 2005).

Conforme já advertido na literatura, impor responsabilidade objetiva aos administradores/gestores resultaria em “efeitos funestos para os próprios poupadore, que teriam reduzidas as possibilidades de empregar rentabilidade às suas economias, prejudicando a mobilidade da poupança nacional e o desenvolvimento econômico”, além de ameaçar a estabilidade do sistema financeiro (Dotta, 2005). É crucial, portanto, evitar soluções aparentes que desequilibrem a relação, seja em desfavor dos investidores (deixando-os desprotegidos contra verdadeiros abusos), seja em detrimento dos gestores diligentes (onerando-os com riscos jurídicos imprevistos).

O caminho trilhado pela CVM e pela doutrina – reforçando a governança, a transparência e a fiscalização, mas sem tolher a tomada de risco responsável – mostra-se acertado. A evolução normativa recente (Lei da Liberdade Econômica, Res. CVM 175/2022) caminhou nesse sentido, prestigiando a autorregulação e distribuindo responsabilidades de forma mais racional entre administrador e gestor, o que aumenta a segurança jurídica de quem atua no mercado e, ao mesmo tempo, amplia a proteção dos cotistas contra desvios (Thielmann, 2004).

Em suma, conclui-se que a responsabilidade civil dos gestores de fundos de investimento, no ordenamento brasileiro atual, permanece informada pelo conceito de dever fiduciário – isto é, pela exigência de atuação leal, proba e diligente em favor dos investidores – e pela apuração subjetiva de culpa como pressuposto do dever de indenizar (Dotta, 2005). Essa solução harmoniza-se com os princípios gerais do direito civil (art. 927, caput, do CC) e com a lógica do mercado de capitais, que envolve riscos inerentes.

Ao mesmo tempo, os investidores dispõem de salvaguardas efetivas, seja por meio das obrigações legais e regulamentares impostas aos gestores, seja via supervisão da CVM e mecanismos de mercado (como a possibilidade de substituição do gestor, ações judiciais e administrativas em caso de prejuízos por má-gestão etc.). A intervenção judicial ou legislativa para estender o manto do CDC a essas relações específicas mostrou-se desnecessária e potencialmente danosa, conforme reconhecido tanto pelo STJ quanto pelos especialistas.

O estágio atual revela um sistema jurídico mais maduro e equilibrado, em que a governança e a autorregulação da indústria de fundos vêm se fortalecendo – com melhores práticas, jurisprudência administrativa mais clara e doutrina consistente – de modo a conciliar a proteção do investidor com a preservação da atividade legítima de gestão profissional.

A recomendação final é no sentido de manter e aperfeiçoar esse equilíbrio, evitando retrocessos ou extremos: deve-se punir com rigor o gestor faltoso que desrespeita seus deveres fiduciários, mas sem transformar o gestor em garantidor universal contra quaisquer perdas, o que seria incompatível com a natureza dos investimentos e nocivo ao desenvolvimento do mercado. Dessa forma, promove-se a responsabilidade na medida certa – nem laxista, nem excessivamente gravosa – assegurando confiança aos investidores e estabilidade jurídica aos gestores, condições essenciais para o contínuo crescimento e amadurecimento do mercado de fundos de investimento no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

LEGISLAÇÃO

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 11 nov. 2025.

BRASIL. Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 11 nov. 2025.

BRASIL. Lei n.º 8.078, de 11 de setembro de 1990. Dispõe sobre a proteção do consumidor. Brasília, DF: Presidência da República, 1990. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8078.htm. Acesso em: 11 nov. 2025.

BRASIL. Lei n.º 9.457, de 5 de maio de 1997. Dispõe sobre a administração de recursos de terceiros no mercado financeiro. Brasília, DF: Presidência da República, 1997. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9457.htm. Acesso em: 11 nov. 2025.

BRASIL. Lei n.º 9.613, de 3 de março de 1998. Dispõe sobre os crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores e cria mecanismos de prevenção. Brasília, DF: Presidência da República, 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9613.htm. Acesso em: 11 nov. 2025.

BRASIL. Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm. Acesso em: 11 nov. 2025.

BRASIL. Lei n.º 12.846, de 1º de agosto de 2013. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública (Lei Anticorrupção). Brasília, DF: Presidência da República, 2013. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/L12846.htm. Acesso em: 11 nov. 2025.

BRASIL. Lei n.º 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica. Brasília, DF: Presidência da República, 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 11 nov. 2025.

NORMAS E REGULAMENTOS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento.** Brasília, DF: ANBIMA, 1 jul. 2016. Disponível em: <https://www.anbima.com.br>. Acesso em: 11 nov. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM n.º 160, de 13 de julho de 2022. Dispõe sobre os processos administrativos sancionadores. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/2022/resolucao-cvm-160>. Acesso em: 11 nov. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM n.º 175, de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre as normas aplicáveis aos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/2022/resolucao-cvm-175>. Acesso em: 11 nov. 2025.

JURISPRUDÊNCIA

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso Especial n.º 1.131.073/MG.** Rel. Min. Nancy Andrighi. DJe 04/05/2011.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso Especial n.º 1.326.592/GO.** Rel. Min. Luis Felipe Salomão. DJe 06/08/2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso Especial n.º 1.606.775/SP.** Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. DJe 01/02/2017.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso Especial n.º 1.724.722/RJ.** Rel. Min. Nancy Andrighi. DJe 29/08/2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso Especial n.º 1.834.003/SP.** Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. DJe 12/02/2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso Especial n.º 1.965.982/SP.** Rel. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. DJe 08/04/2022.

DECISÕES ADMINISTRATIVAS DA CVM

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador n.º 19957.011735/2018-71. Caso Infinity Asset Management. Brasília, DF: CVM, 12 dez. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 11 nov. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador n.º RJ2015/9909. Caso BNY Mellon/Postalis. Brasília, DF: CVM, 24 jul. 2018. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 11 nov. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processo Administrativo Sancionador n.º 19957.005213/2021-90. Caso Gradual/Sculptor. Brasília, DF: CVM, 04 abr. 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 11 nov. 2025.

DOUTRINA

CAVALIERI FILHO, Sérgio. **Programa de Responsabilidade Civil.** 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

DI BIASE, Nicholas Furlan. **A responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2023.

PERRICONE, Sheila C.N. A responsabilidade civil do administrador dos fundos de investimento. In: PERRICONE, Sheila C. N. **Temas de direito bancário e do mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 327–344.

SILVA, José Alexandre Gregório da. **Responsabilidade dos administradores e dos gestores de fundos de investimento de acordo com os elementos do Código Civil Brasileiro e da Resolução CVM n.º 175.** Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2024.

STRENGER, Henry; FRANCO, Marco A. P. A responsabilidade do gestor de recursos e os limites da proteção ao investidor. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários – RDSVM**, [s.l.], v. 6, n. 1, jan./jun. 2020.

ARTIGOS E FONTES JURÍDICAS

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Recurso Especial n.º 1.724.722 – RJ.** Rel. Min. Nancy Andrighi. Brasília, DF. Dje: 29 ago. 2019. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/websecstj/cgi/revista/REJ.cgi/ITA?seq=1856656&tipo=0&nreg=201401247659&SeqCgrmaSessao=&CodOrgaoJgdr=&dt=20190829&formato=PDF&salvar=false>. Acesso em: 11 nov. 2025.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). **Terceira Turma afasta relação de consumo entre acionistas minoritários e sociedade de capital aberto.** STJ Notícias, 25 jun. 2020. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/sites/portalp/Paginas/Comunicacao/Noticias/Terceira-Turma-afasta-relacao-de-consumo-entre-acionistas-minoritarios-e-sociedade-de-capital-aberto.aspx#:~:text=Ele%20apontou%20tamb%C3%A9m%20o%20entendimento,entre%20elas%20e%20a%20sociedade>. Acesso em: 11 nov. 2025.

D'ANDRÉA, Gabriella. **Responsabilidade por prejuízos não é do gestor do fundo, diz STJ.** InfoMoney, 21 set. 2012. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/responsabilidade-por-prejuizos-nao-e-do-gestor-do-fundo-diz-stj/>. Acesso em: 11 nov. 2025.

DIAS, Luciana. **CVM avança na diferenciação de gestores e administradores de fundos.** Capital Aberto, 6 set. 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/artigos/cvm-diferenciacao-gestores-administradores-fundos/>. Acesso em: 11 nov. 2025.

DOTTA, Eduardo Montenegro. **Os fundos de investimento e a responsabilidade objetiva no novo Código Civil.** Migalhas, 12 jan. 2005. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/8858/os-fundos-de-investimento-e-a-responsabilidade-objetiva-no-novo-codigo-civil>. Acesso em: 11 nov. 2025.

MARTINS-COSTA, Judith; MARTINS-COSTA, Fernanda Mynarski. Responsabilidade dos Agentes de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (“FIDC”): riscos normais e riscos não suportados pelos investidores. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, ano LXII, n. 2, 2021. Disponível em: <https://www.fd.ulisboa.pt/wp-content/uploads/2022/04/Judith-Martins-Costa-Fernanda-Mynarski-Martins-Costa.pdf>. Acesso em: 11 nov. 2025.

SILVA, José Alexandre Gregório da. Responsabilidade de gestores de fundos: considerações à luz da Resolução CVM 175/2022 e do Código Civil. **Revista da Faculdade de Direito da UERJ**, Rio de Janeiro. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/rsde/article/view/76281>. Acesso em: 11 nov. 2025.

TEIXEIRA, Davi de Arruda Mello. **Responsabilidade de gestores e administradores de fundos de investimento imobiliário sob o olhar da CVM**. Consultor Jurídico, 10 abr. 2025. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2025-abr-10/responsabilidade-de-gestores>. Acesso em: 11 nov. 2025.

THIELMANN ADVOGADOS. **Resolução CVM 175/2022**: impactos na responsabilidade dos gestores e administradores de fundos de investimento no Brasil. Blog Thielmann Advogados, 3 dez. 2024. Disponível em: <https://thielmann.adv.br/2024/12/03/resolucao-cvm-175-2022-impactos/>. Acesso em: 11 nov. 2025.