

A responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento ¹

José Oswaldo Fernandes Caldas Morone

Advogado da CAIXA em São Paulo.

Mestre em Direito pela PUC/SP.

RESUMO: O artigo, de forma concisa e objetiva, analisa os principais aspectos de gestão, administração e governança corporativa deste segmento tão importante do Sistema Financeiro Nacional, concomitantemente à indispensável proteção do pequeno investidor e da responsabilidade do administrador.

O regime de proteção, a composição das carteiras dos fundos, a divisão dos riscos, dentre outros aspectos relevantes, já estão conformados sob uma estrutura prévia e normatizada pelo órgão regulador e cujo descumprimento importa na responsabilização do administrador.

Examina, nesse passo, a vulnerabilidade técnica e fática do investidor comum, o qual assume todos os riscos e eventuais prejuízos causados, decorrentes das oscilações do mercado, as normas de proteção ao investidor, bem assim a responsabilidade dos administradores e gestores dos fundos.

Identifica, assim, a responsabilidade solidária do administrador e do gestor dos fundos de investimentos por eventuais prejuízos causados aos investidores em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos, por ação ou omissão.

Palavras-chave: Fundos. Administrador. Responsabilidade. Civil.

Introdução

Com a edição, pela Comissão de Valores Mobiliários, da Instrução 409, inúmeras discussões mereceram acirrados debates, notadamente pelos advogados especializados na área de fundos de investimento e de mercado de capitais, tendo alguns chegado a questionar, num primeiro momento, se a responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento não seria do tipo objetiva, equivalente à responsabilidade civil do Estado.

Entretanto, não podemos concordar com essa tese, porque a responsabilidade de um administrador ou gestor de fundos de investimento deve ser a mesma responsabilidade do administrador de uma sociedade anônima; ou seja, é aquela mesma responsabilidade definida pelo Código Civil.

Mister que se trabalhe com as mesmas teorias e princípios do Código Civil e da própria Lei das S.A., porque um fundo de investimento, como é cediço, não tem personalidade jurídica pela própria definição da norma, e é tido como um “condomínio especialíssimo” onde vários investidores se reúnem para que um profissional da área, um gestor profissional que tenha *expertise* no mercado financeiro, aplique os recursos desses condôminos.

Essa responsabilidade, portanto, depende de prova para que possa ser imputada a um administrador ou gestor de carteiras, demonstrando-se de forma inequívoca que houve má-gestão, gestão temerária ou dolo.

1 A Gestão profissional de recursos de terceiros

Já ficou patente, nos dias de hoje, que a gestão profissional de recursos é uma espécie de derivativo do próprio mercado financeiro e de capitais, e não só deve ser defendida como aperfeiçoada seguidamente, na busca incessante do ótimo.

Torna-se imprescindível, outrossim, perceber a evolução da economia do país, para que possamos especular sobre quais são os caminhos possíveis para a indústria de gestão profissional de recursos e quais alterações a se fazer em termos de regulamentação, para que se possa promover, ou ao menos não atrapalhar, o desenvolvimento dessa tão importante atividade de poupança nacional para o desenvolvimento econômico e social brasileiros.

A evolução das formas como as sociedades organizaram-se para transformar as poupanças de suas unidades superavitárias em investimento e/ou financiamento do consumo das unidades demandadoras de recursos passou pelo surgimento de inúmeros intermediários, desde o Monte-Socorro da Corte², casas bancárias, bolsas de valores e de futuros e de toda uma intrincada rede de agências, postos, correspondentes bancários, leis e regulamentos.

Esse processo aumentou a possibilidade de que, tanto poupadores quanto investidores, encontrem uma forma de aplicação financeira que melhor atenda suas necessidades em termos de rentabilidade, risco e liquidez.

Em contrapartida, a complexidade e ampla variedade de alternativas de investimento passaram a justificar a necessidade da gestão profissional de recursos de terceiros.

Em boa parte dos países desenvolvidos, com o passar do tempo e com a maior sofisticação da sociedade, o investimento direto dos pou-

padores se difundiu de forma expressiva, tornando-se um mecanismo de investimento capaz de canalizar importantes parcelas da poupança para as empresas, viabilizando seu crescimento, a riqueza desses investidores e a prosperidade dessas nações.

Nosso País, no início do século recém encerrado, ainda tinha uma economia agrária voltada para a exportação de produtos primários. Durante o século XX, passamos por um intenso processo de urbanização, de diversificação da produção de bens e serviços, no qual ocorreu o surgimento de um ativo mercado financeiro e de um incipiente mercado de capitais.

Tais particularidades refletem uma interessante mistura do pensamento liberal democrático com uma prática intervencionista na qual o Estado, por meio da concessão de subsídios e edição de leis e regulamentos, procura acelerar a implantação de um moderno mercado de capitais.

As políticas então adotadas foram muito bem sucedidas em termos de estímulo ao surgimento de uma série de instituições financeiras, notadamente bancos comerciais, de âmbito nacional, os quais, em geral, foram muito bem sucedidos e tiveram destacada atuação no surgimento de importantes conglomerados nacionais.

Na área de mercado de valores mobiliários, foram tomadas algumas iniciativas tais como:

- a) edição de uma moderna Lei Societária;
- b) da mesma forma, a nova Lei de Falências³, que propugna pela recuperação e manutenção das empresas em suas atividades;
- c) fortalecimento da agência reguladora específica voltada para esse mercado, qual seja, a CVM;
- d) estímulo ao surgimento de uma demanda cativa para os novos produtos a serem oferecidos ao mercado.

A Nota Explicativa CVM nº 7, de 15 de maio de 1978, relativa à Resolução nº 470, de 24 de abril de 1978, que tratava da aplicação nos chamados "Fundos 157", é bastante ilustrativa da ideologia então dominante:

A filosofia que norteou a Resolução nº 470 foi a de enfatizar a utilização do Sistema DL 157 como fator indutor do desenvolvimento do mercado de ações e debêntures brasileiro. Com esta abordagem, procurou-se atingir os três objetivos globais adiante descritos:

I - Educar e Atrair para o Mercado de Ações e Debêntures os Indivíduos com Potencial de Poupança - Buscou-se sensibilizar o contingente de contribuintes do imposto de renda, que já atinge 2,2 milhões de pessoas, para os aspectos relevantes da operação de investimento a longo prazo;

II - Fortalecimento da Empresa Privada Nacional - Procurou-se reforçar ainda mais o direcionamento dos re-

cursos dos fundos fiscais para a capitalização das companhias sob controle de capitais privados nacionais; III - Desenvolvimento do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários - O elenco de medidas contidas na Resolução também visou estimular a competição entre os administradores dos recursos do Sistema, incentivar o núcleo de instituições voltadas, predominantemente, para o mercado de valores mobiliários e aumentar o esforço de marketing na atividade de *underwriting*. Estes três objetivos são precondições para o atingimento de um mercado eficiente, ou seja, um mercado que funcione com alta eficácia alocativa, canalizando parcela ponderável da poupança nacional para as companhias e setores mais dinâmicos e funcionando ao menor custo. Pretende-se, também, que o mercado eficiente tenha condições de induzir os indivíduos a um maior nível de poupança voluntária, além de reorientar parte da poupança já existente para a aplicação em ações e debêntures.

Medidas como essa e a existência de uma grande quantidade de recursos aplicados em renda fixa, notadamente títulos públicos, tiveram uma importante função no que diz respeito a criar as pré-condições para o surgimento de uma sofisticada atividade de gestão profissional de recursos de terceiros em nosso país.

2 Os fundos de investimento financeiro

Os fundos de investimento no Brasil vêm recebendo, por parte dos órgãos reguladores, tratamento específico, por meio de legislação própria, desde a década de 50.

O primeiro texto legal tratando dos fundos em condomínio foi a Portaria 309, de 30 de novembro de 1959, do Ministério da Fazenda, que atribui às sociedades de investimento a exclusividade para o exercício da atividade de administração dessas entidades, embora a Lei 3.470, de 28/11/58⁴, já determinasse que os mesmos não seriam considerados pessoas jurídicas para fins de imposto de renda, tributo este só incidente sobre os eventuais rendimentos auferidos por seus condôminos.

A partir de 1967, com a retomada do crescimento econômico, a queda da inflação e das taxas de juros e a ampliação dos incentivos fiscais voltados para o mercado de valores mobiliários, foram criados os fundos fiscais de investimento, também conhecidos como Fundos 157, criados em 10 de fevereiro de 1967, por meio do Decreto-Lei 157:

Art 1º De acôrdo com os têrmos dêste Decreto-lei, os contribuintes do impôsto de renda, nos limites das redu o es previstas nos artigos 3º e 4º, ter o a faculdade

de oferecer recursos às instituições financeiras, enumeradas no artigo 2º, que os aplicarão na compra de ações e debêntures, emitidas por empresas cuja atuação corresponda aos meios e aos fins estabelecidos no artigo 7º.

Art 2º Os Bancos de Investimento, as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e as Sociedades Corretoras, membros das Bolsas de Valores, autorizados pelo Banco Central da República do Brasil, poderão vender “Certificados de Compra de Ações”, sendo facultado aos Bancos de Investimento, em lugar da venda de certificados, receber depósitos.

§ 1º Os recursos recebidos pelas instituições financeiras, nos termos deste artigo, serão investidos de acordo com a diversificação a que estão sujeitos os Fundos do Investimento, devendo ser aplicados, exclusivamente, na compra de ações ou debêntures conversíveis em ações das empresas a que se refere o artigo 7º deste Decreto-lei.

§ 2º Os depósitos ou certificados de compra de ações terão prazo mínimo de 2 (dois) anos, sendo a sua liquidação efetuada em títulos.

Art 3º Será facultado à pessoa física pagar o imposto devido em cada exercício com redução de dez por cento (10%), desde que aplique, em data que preceder à do vencimento da notificação do imposto de renda, soma equivalente na efetivação do depósito ou na aquisição dos certificados mencionados no artigo anterior.

Parágrafo único. O contribuinte manifestará, em sua declaração de renda, o propósito de fazer depósito ou adquirir certificados, sendo expedida a notificação da cobrança do imposto com o destaque do abatimento solicitado.

Esses fundos recebiam recursos oriundos da dedução de parte do imposto de renda que os contribuintes teriam que recolher e poderiam optar pela aplicação desse percentual dedutível em Fundos 157, e desde que previamente autorizados.

Outro grande marco deu-se a partir da edição, pelo BACEN, da Resolução 145, de 14 de abril de 1970, que disciplinou a constituição dos fundos de investimento.

Essa norma determinava que os fundos de investimento ficariam passíveis de autorização do BACEN, restringindo sua administração a sociedades de crédito, de financiamento e investimentos, corretoras de valores e bancos de investimentos.

A norma já definia, desde então, a proibição de propaganda que promettesse qualquer rentabilidade, difundisse promessas de rendimentos ou retiradas definidas, bem como obrigava o administrador a divulgar diariamente o valor do patrimônio líquido e sua respectiva cota e

informar sobre os percentuais de diversificação e composição da carteira de cada fundo. Esse importante conceito vem sendo mantido e “vigilado” constantemente, tanto pela CVM, quanto pela ANDIB, haja vista tratar-se de um dos mais importantes instrumentos de proteção ao investidor.

A Resolução estabelecia também a periodicidade semestral de auditorias, realizadas por meio da contratação de empresas de auditoria independente, para verificação do cumprimento dos dispositivos legais e todos os pontos de auditoria aplicáveis e necessários para a emissão do respectivo parecer.

Analisando-se alguns valores históricos a partir de 1995, constata-se que o volume aplicado em fundos de investimento representava, em outubro de 1995, 9,18% do PIB brasileiro, verificando-se um aumento significativo, passando, em 1999, a 22,69%, em 2004, 36,07% e, em 2006, chegou a 39,15% do PIB brasileiro, com investimentos da ordem de R\$ 909 bilhões.

Esse volume imenso de recursos aplicados chamou a atenção dos órgãos governamentais para a necessidade premente de resguardar o aplicador, notadamente o pequeno investidor.

Nesse sentido é que são necessárias, cada vez mais, medidas reguladoras, que servem tanto para auxiliar os administradores, quanto para dar transparência ao aplicador.

3 O conceito de fundo de investimento

Ao falarmos de fundos de investimento, alguns problemas dogmáticos se nos apresentam imediatamente e exigem redobrada atenção; dentre eles, podemos ressaltar a natureza jurídica dos fundos de investimento, o momento da sua constituição e a sua personalidade jurídica.

Ao enfrentá-los, procuraremos distinguir os limites dessa figura, definindo o momento a partir do qual se pode considerar que se constitui um fundo e buscar esclarecer em que casos os fundos são ou não dotados de personalidade jurídica, independentemente da simples indicação de textos legais.

Trabalho árduo que tem sido objeto, também, de acirradas discussões jurídicas pelos mais renomados comercialistas brasileiros e estrangeiros, esses conceitos e definições trazem implicações práticas relevantes, pois a natureza jurídica permite distinguir os fundos de investimento de outras figuras, como a gestão coletiva, a representação, os seguros de vida, os planos de poupança, entre outros, o que tem implicações já em sede de supervisão (CVM, SUSEP etc), autorizações, registros.

A quantidade e tipicidade de produtos bancários, mobiliários e de seguros, traz problemas práticos para os quais se torna essencial uma abordagem mais precisa.

A própria norma assim define os fundos de investimento:

O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais, observadas as disposições desta Instrução.⁵

O momento da constituição permite diferenciar o que é uma constituição lícita e para que se conheça o momento adequado para emitir os pedidos de atos administrativos de permissão e ulterior lançamento no mercado.

Com efeito, a Instrução 409 da CVM é bastante ciosa quanto à constituição dos fundos de investimento, determinando o prévio registro do regulamento, após o que poderá o mesmo ser lançado no mercado.

No que se refere à sua constituição e funcionamento, as regras são claras:

Art. 3º O fundo será constituído por deliberação de um administrador que preencha os requisitos estabelecidos nesta Instrução, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo.

Parágrafo único. Podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

... ..

Art. 7º O funcionamento do fundo depende do prévio registro na CVM, o qual será procedido através do envio, pelo administrador, dos documentos previstos no art. 8º, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e considerar-se-á automaticamente concedido na data constante do respectivo protocolo de envio.

Até a entrada em vigor da Instrução CVM 409, os chamados fundos de renda fixa eram supervisionados pelo BACEN. Nesse sentido, eram regulados pela Circular 2.616/95, que não obrigava os administradores a efetuar o registro prévio. Assim, existia uma prática bastante usual no mercado, por meio da qual os administradores, de forma a agilizar o atendimento a determinados clientes, ou mesmo lançar no mercado produtos novos antes ou concomitantemente à concorrência, possuíam os chamados “fundos de prateleira”, já previamente constituídos e registrados em cartório de títulos e documentos e junto à Secretaria da Receita Federal. Portanto, existiam de fato, com regulamento e CNPJ sem, entretanto, possuírem investidores.

A Instrução CVM 409 acabou com essa prática, determinando que o funcionamento de um fundo depende de prévio registro. De forma a atender os anseios do mercado — que necessita agilidade no lançamento de produtos inovadores —, a Comissão de Valores Mobiliários, reduziu sensivelmente a burocracia ao prever que esse registro deva ser feito pela internet, na própria página da autarquia.

Dessa forma, o órgão regulador tem ciência prévia do produto que está sendo lançado e do respectivo regulamento.

A natureza e personalidade jurídicas dos fundos é fundamental para distinguir atribuições patrimoniais, para se definir com rigor o perfil de exercício de poderes pelos participantes, para se compreender a estrutura orgânica interna dos fundos (regulamento, prospecto, política de investimento, assembléia de cotistas, tributação etc) e, principalmente, a externa (CVM, custodiante, depositário, prestadores de serviço etc.).

O fundo é a institucionalização de uma carteira, entendida como uma universalidade de direitos, cujo conceito tem uma vocação universal.

Este pode ser o conteúdo do princípio da tipicidade de natureza dos fundos⁶. O diferencial entre o que é ou não fundo de investimento não se encontra, pois, na natureza do patrimônio que o constitui.

Vejamos os ensinamentos do Prof. António Soares:

Os fundos de investimento são patrimônios autónomos, despersonalizados, que pertencem, em regime de comunhão especial, a uma pluralidade de pessoas, singulares ou colectivas — designadas por participantes —, que contribuíram com capital para a formação do património do fundo.

Consoante a natureza dos activos que integram o património destes fundos, os mesmos são divididos entre fundos de investimento mobiliário e fundos de investimento imobiliário. Os fundos de investimento mobiliário são aqueles cujo património se destina a ser integrado por valores mobiliários (cfr. Artigos 2º e 3º do Decreto-Lei nº 276/94, de 2 de Novembro); por seu turno, os fundos de investimento imobiliário são aqueles cujo património se destina a ser integrado por bens imóveis (cfr. Artigo 2º, nº 1, do Decreto-Lei nº 294/95, de 17 de Novembro).

Uma outra classificação de fundos de investimento, com repercussão no respectivo regime jurídico, é a que divide os fundos de investimento, sejam eles mobiliários ou imobiliários, em fundos de investimento abertos e fundos de investimento fechados (cfr. Artigo 4º do Decreto-Lei nº 276/94, de 2 de Novembro, e artigo 3º do Decreto-Lei nº 294/95, de 17 de novembro).⁷

E a dificuldade da caracterização, definição ou conceituação da natureza jurídica dos fundos de investimento não se restringe apenas

àqueles que operam mais diretamente com esses produtos — juristas, comercialistas, economistas e administradores financeiros —, atingindo também magistrados de escol.

Em trabalho publicado sob o título *Reflexões sobre o Mercado de Valores Mobiliários e Fundos de Investimento*, o Ministro José Delgado assim se manifestou:

Os fundos de investimento ocupam, hoje, um patamar de proeminência no mercado financeiro. Movimentam, conforme já assinalado, valor igual a quase 16% do PIB nacional, ...

... ..

Há, portanto, necessidade de se conhecer, com mais detalhes, a natureza jurídica dos variados fundos de investimento existentes no mercado, a composição da sua carteira, a responsabilidade que assumem e os riscos e segurança apresentados para o investidor.

Um fundo de investimento é formado por uma porção de ações, de Certificados de Depósitos Bancários (CDB), de títulos do governo e quaisquer outros ativos móveis financeiros pertencentes a um ou a vários investidores que os entrega para ser administrado por terceiros, visando lucro.

Entre o administrador do fundo e o investidor é firmado um contrato específico de gestão, com responsabilidades definidas e submetido a regulamentação expedida pelo Banco Central [à época em que este artigo foi publicado, os fundos de investimento de renda fixa eram regidos pela Circular Bacen 2.616/95, hoje revogada pela Instrução CVM 409/04], cumprindo determinação no Conselho Monetário Nacional.

Há, hoje, no mercado várias espécies de Fundos de Investimentos. O conhecimento da sua natureza jurídica e a forma da sua composição necessitam ser cada vez mais conhecidos pelo investidor, em razão da pouca publicidade existente a respeito, bem como de, ainda, não existir uma quantidade acentuada de ações judiciais discutindo os seus efeitos, por se tratar de negócio jurídico recente. A caracterização de cada espécie desses Fundos passa a ser trabalhada, de modo simplificado, pela impossibilidade de um maior detalhamento sobre os variados aspectos jurídicos que eles envolvem e a possibilidade que eles têm de criarem litígios, quando as partes não estão bem esclarecidas como funcionam.⁸

Cristalino, pois, que a noção de fundo de investimento não pode ser obtida a partir de um pré-conceito. Nem, tampouco, decorre da mera definição legal.

Um dos critérios de distinção dos fundos é o que separa os fundos personalizados dos não personalizados. Tanto é que a própria CVM obriga a constar, no nome do fundo, a referência à composição primordial de sua carteira.

Se buscarmos analisar a figura do *trust*, por exemplo, podemos vislumbrar que existem algumas semelhanças com os fundos de investimento. Se o *trust* é uma figura tão elástica, não o é tanto pelas suas virtualidades intrínsecas, mas pela própria elasticidade do sistema em que se integra.

O tema dos *trusts* conflui com o da personalidade dos fundos. Como é sabido, pela sua estrutura, os *trusts* permitem a concessão de poderes de gestão, administração ou disposição mais ou menos alargados de um patrimônio.

Outros renomados autores também já analisaram a questão.

Vejamos o Prof. Arnold Wald

Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou *sui generis*, de uma sociedade sem personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil, ou de uma forma de *trust* já adaptado e consagrado pelo Direito brasileiro, a designação e a semântica são secundários, pois o importante é a capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em Juízo e praticar todos os atos da vida comercial, embora só possa exercer a sua atividade por intermédio de seu gestor. Não se trata de contrato de comissão, pois os bens não são adquiridos em nome do gestor e por conta dos condôminos, mas em nome do Fundo e para os mesmos.

... ..

... .. há evidências da existência de fundamento legal e entendimento administrativo consolidado, inclusive no Conselho Monetário Nacional, no Banco Central e na Comissão de Valores Mobiliários, no sentido de reconhecer a natureza jurídica do fundo como um condomínio de natureza especialíssima que tem patrimônio próprio, escrita, específica, auditoria nas suas contas, representação em juízo e administração por uma espécie de *trustee*. A propriedade dos bens pertence ao Fundo e as quotas é que são da propriedade dos condôminos. [grifamos]?

Os fundos, tratando-se de patrimônios autônomos e segregados, e não sendo por definição legal pessoas jurídicas, não poderiam, em princípio, ser titulares de situações jurídicas.

Entretanto, também por definição legal, os fundos de investimento – apesar de “*não possuem personalidade jurídica*”, exercem o direi-

to de voto em assembleias de companhias de que detenham ações em suas carteiras¹⁰, podendo, inclusive, como já ocorre, indicar membros para os Conselhos Fiscais e de Administração, ser representados, judicial ou extrajudicialmente, recolhem taxas, firmam contratos com terceiros¹¹, etc.

Não se pode, também, querer atribuir, simplesmente, a titularidade dos ativos ao administrador ou gestor do fundo, muito embora desde que se estabelecesse uma gestão exclusivamente de acordo com os interesses dos participantes e uma segregação patrimonial dos ativos dos fundos — como ocorre hoje —, o resultado prático fosse o mesmo.

Apesar de toda a celeuma existente, não vemos porque não considerar que os fundos de investimento são pessoas jurídicas, apenas com a especialidade de terem órgãos internos mais rudimentares do que os das companhias.

Aliás, não são totalmente desprovidas de órgãos internos, na medida em que a norma já prevê e obriga a existência de assembleias de cotistas, auditoria externa, publicidade dos balanços, contratação de consultores, dentre outros aspectos da governança corporativa.

O Código Civil, ao tratar das pessoas jurídicas de direito privado, dispõe:

Art. 45. Começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro, precedida, quando necessário, de autorização ou aprovação do Poder Executivo, averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo.

Por sua vez, dispõe a Instrução 409:

Art. 8º O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:

I – regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução;

II – os dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos;

Além desse exemplo singelo, dezenas de outros artigos da Instrução CVM 409 encontram ressonância ou no Código Civil, ou na Lei das S. A., ou em diversas outras leis (por exemplo, as decisões das assembleias de cotistas, a incorporação, cisão transformação ou extinção do fundo, a representação judicial e extrajudicial etc.)

Esta solução em nenhuma medida retira o poder dos cotistas, posto que pelo simples fato de que os ativos do fundo são da titularidade de uma pessoa jurídica constituída especificamente para aplicar os seus (do investidor) recursos, não significa que o seu peso é menos interveniente.

Nas sociedades, o patrimônio não é dos sócios, mas da sociedade propriamente dita. Ora, um sócio majoritário domina, por definição, a sociedade. Nos fundos, o mesmo já não ocorre, uma vez que, por mais peso que tenha um participante, a gestão do patrimônio do fundo continua sempre a incumbir à entidade gestora, não tendo o investidor a menor ingerência; pelo contrário, é expressamente defeso pela norma qualquer gestão compartilhada, mais conhecida no mercado como “barriga de aluguel”.

O maior ou menor peso dos participantes depende, assim, não da forma jurídica que assuma o fundo, mas dos direitos de participação que a norma confira aos participantes, que nada têm a ver com a forma jurídica.

Em síntese, parece-nos uma solução a lei distinguir, entre determinadas espécies de fundos, que o titular dos ativos dos fundos seria assim o próprio fundo, devidamente dotado de personalidade jurídica. A sua estrutura interna, regulamentos, prospecto, decisões assembleares, distribuição de resultados, liquidez, política de investimentos, riscos, governança corporativa, dentre outros aspectos relevantes, poderiam ser definidos, em maior ou menor grau, pelos próprios investidores, sempre, e por óbvio, consubstanciados numa norma orientadora fixada pelo órgão regulador.

A natureza dos fundos de investimento, destarte, chama a atenção para a organização geral do mercado financeiro enquanto importante instrumento de poupança pública. A sua relevância dogmática tem o seu vértice na própria configuração jurídica do mercado financeiro.

O problema da personalidade jurídica dos fundos, enfim, levanta problemas dogmáticos fundamentais do sistema jurídico, e reflete na sua própria configuração central. É a própria configuração da natureza jurídica como associada a uma estrutura interna conformativa.

4 A responsabilidade civil do administrador

Constata-se a preocupação do legislador na consolidação duma série de normas esparsas e seu aperfeiçoamento, com vistas a delimitar a ação do administrador, bem como obrigar as instituições a oferecer melhor controle e acesso a informações por parte dos cotistas.

Nesse sentido, ficou estabelecida a obrigatoriedade da designação, pela instituição administradora, de um membro estatutário, tecnicamente qualificado, para responder civil e criminalmente pela gestão do fundo, o qual reconhece, expressamente, sua responsabilidade nas hipóteses de negligência, fraude, imprudência ou imperícia, além de má-gestão ou gestão temerária.

Marco histórico na regulação dos fundos de investimentos — tanto de renda fixa, quanto de renda variável —, vem estampado na Resolução n° 2.451, de 27 NOV 1997, que determinou a segregação da adminis-

tração e dos ativos de recursos de terceiros das demais atividades da instituição financeira administradora¹², imprimindo maior transparência na gestão desses recursos e atenção especialmente dirigida à preservação dos direitos dos cotistas e a responsabilização da administradora.

Tanto o conceito normativo da CVM, quanto o do BACEN, referem-se ao fundo de investimento como sendo um condomínio, destacando-o como uma comunhão de recursos com características especialíssimas.

Aos fundos, entretanto, a norma legal não atribui personalidade jurídica pelo fato de não possuírem órgão executivo interno. Não obstante, o feixe de relações internas e externas que se desenvolvem dentro da estrutura de um fundo de investimento garante a ele uma condição diferenciada em relação à mera co-propriedade, aproximando-se mais suas feições às de uma efetiva sociedade, pois embora destituídos legalmente de personalidade jurídica, os fundos reúnem uma vasta gama de direitos e deveres, como já vimos anteriormente.

Os fundos de investimento só podem ser administrados e geridos por instituições previamente autorizadas a funcionar pelo BACEN e expressamente autorizados pela CVM para essa finalidade específica.

A maioria esmagadora dos fundos de investimento existentes no Brasil e que representa a quase totalidade dos recursos aplicados nesse tipo de investimento, são administrados e geridos por instituições financeiras autorizadas a funcionar no país.

Nesse passo, o legislador estabeleceu em relação aos administradores das instituições financeiras um regime próprio de apuração e efetivação de sua responsabilidade civil pelos danos experimentados pela sociedade anônima e, por analogia, aos eventuais prejuízos suportados pelos fundos de investimento. Nesta hipótese específica, há que se aplicar, também e subsidiariamente, as instruções da CVM que tratam da responsabilidade do administrador de fundos.

De sabença a existência de vários sistemas de responsabilidade civil, dispostos em classificação que conjuga elementos diversos como fundamento (culpa ou posição econômica), ônus probatório e ligação entre conduta do responsável e resultado danoso.

O sistema que corresponde ao formato básico da matéria é o da responsabilidade subjetiva do tipo clássico.

Traduzida no direito positivo brasileiro pelo artigo 927 e seguintes, do Código Civil, a vítima que busca a reparação de seu prejuízo, por este sistema, deve provar três fatos:

- a conduta culposa do demandado, por ação ou omissão;
- a existência e extensão do dano;
- o liame de causalidade entre a conduta do demandado e o dano.

Importa registrar, também, que a culpa concorrente da vítima é fator de relativização do nexo de causalidade, pelo que, demonstrada que a sua conduta contribuiu para a ocorrência do dano, repartirá com o demandado a responsabilidade pelo ressarcimento.

O sistema objetivo da responsabilidade civil, por sua vez, foi desenvolvido em atenção aos mesmos valores de justiça que motivaram a evolução do sistema clássico para o da inversão do ônus da prova, isto é, os pertinentes à facilitação do ressarcimento dos prejuízos sofridos pelas pessoas em determinadas hipóteses.

Ao submeter uma situação fática a este terceiro sistema, a lei abstrai o elemento culposo da conduta lesiva e, nesta medida, se distingue da responsabilidade civil subjetiva, inclusive a modalidade com inversão do ônus da prova. O agente responderá pelos danos sofridos pela vítima, ainda que não tenha agido com culpa. Nesta única hipótese comungamos do entendimento de que se trata de responsabilidade objetiva do administrador de fundos se houver descumprimento do mandato, isto é, se não forem observados os estritos termos da política de investimento constante do regulamento do fundo, bem assim os limites de exposição ao risco, por tipo de valor mobiliário ou emissor.

Ato ilícito contra a pessoa é expressão que só pode abarcar a causa (o ilícito absoluto) da denominada responsabilidade extracontratual.

A verificação da culpa e a avaliação da responsabilidade regulam-se pelo disposto neste Código, artigos 1.518 a 1.532, e 1.537 a 1.553.

Espínola, invocando Crome, escreve:

Segundo a exata observação de Crome, o ato ilícito produz uma obrigação independente, quando ofende direitos absolutos, isto é, quando invade a esfera própria dos direitos que ao titular competem de modo geral, em oposição a todas as outras pessoas. Se existe uma relação mais íntima entre determinadas pessoas, o ato de uma delas contrário ao conteúdo do direito produz apenas modificações da mesma relação.

Fica assim, delimitado o campo de ação da teoria dos atos ilícitos e explicada a razão por que entre eles não incluímos o inadimplemento culposo das obrigações.¹³

Nesse passo, "*acidente é toda a ocorrência involuntária externa, súbita ou violenta, seja oriunda do fato do homem, da natureza, ou de caso fortuito ou de força maior.*"

O caso fortuito ou de força maior representa uma excludente da responsabilidade em virtude de pôr termo à relação de causalidade entre o ato do agente e o dano experimentado. É, em rigor, o ato alheio à vontade das partes ou do agente causador do dano e que tampouco derivou da negligência, imperícia e imprudência. É o *Act of God*, como classificam os ingleses¹⁴.

Assim, o caso fortuito ou de força maior implica na noção de ausência de culpa e esta é meio liberatório da responsabilidade civil.

Aguiar Dias¹⁵, seguindo opinião bastante difundida, depois de acenar que o fato de terceiro figurar ao lado do caso fortuito e de força

maior na abrangência da expressão causa estranha usada pelo art. 1.382 do Código Napoleônico, ensina que ele " *só exonera quando realmente constitui causa estranha ao devedor, isto é, quando elimina, totalmente, a relação de causalidade entre o dano e o desempenho do contrato*".

A adoção dessa opinião, como também leciona Silvio Rodrigues,

envolve a idéia de que o fato de terceiro, como circunstância exoneradora total da responsabilidade, está em situação tão próxima ao caso fortuito ou de força maior, que com ele se confunde. E o indigitado responsável, que o aduz, para ter sucesso em sua defesa, precisa demonstrar não só que o fato era previsível, como também que era inevitável.¹⁶

De tal parte, embora o fato de terceiro não tenha a equivalência do caso fortuito e da força maior, pode haver exclusão de responsabilidade se ficar provada a imprevisibilidade e inevitabilidade do fato danoso.

Quando, no entanto, o ato de terceiro é a causa exclusiva do prejuízo, desaparece a relação de causalidade entre a ação ou a omissão do agente e o dano. A exclusão da responsabilidade se dará porque o fato de terceiro se reveste de características semelhantes às do caso fortuito, sendo imprevisível e inevitável. Melhor dizendo, somente quando o fato de terceiro se revestir dessas características e, portanto, equiparar-se ao caso fortuito ou à força maior, é que poderá ser excluída a responsabilidade do causador direto do dano.¹⁷

Comenta Clóvis Bevilacqua:

Conceitualmente o caso fortuito e a força maior se distinguem. O primeiro, segundo a definição de Huc, é " *o acidente produzido por força física ininteligente, em condições que não podiam ser previstas pelas partes*." A segunda é " *o fato de terceiro, que criou, para a inexecução da obrigação, um obstáculo, que a boa vontade do devedor não pode vencer*".

Não é, porém, a imprevisibilidade que deve, principalmente, caracterizar o caso fortuito, e, sim, a inevitabilidade.

E, porque a força maior também é inevitável, juridicamente se assemelham estas duas causas de irresponsabilidade. Por isso, o Código Civil reuniu os dois fatos na mesma definição: o caso fortuito ou de força maior é o fato necessário, cujos efeitos não era possível evitar ou impedir.¹⁸

Esse fato necessário – trate-se de caso fortuito ou força maior –, caracteriza-se, conforme assinala Orlando Gomes¹⁹, pela absoluta impossibilidade. O devedor quer, mas não pode.

É evidente que essa impossibilidade pressupõe a ausência de culpa do devedor. O caso fortuito, ou força maior, escreve Arnaldo Medeiros da Fonseca²⁰, “*somente pode resultar de uma causa estranha à vontade do devedor, irresistível, o que já indica ausência de culpa.*”

Não existe, assim, a obrigação de indenizar. Segundo, mais uma vez, os ensinamentos de Sílvio Rodrigues:

Para que se possa impor a alguém a obrigação de indenizar o prejuízo experimentado por outrem é mister que haja uma relação de causalidade entre o ato culposo praticado pelo agente e o prejuízo sofrido pela vítima.²¹

Por sua vez, ao discorrer sobre a teoria da responsabilidade subjetiva, Washington de Barros Monteiro pontifica:

Segundo essa doutrina, a responsabilidade civil tem como extremos legais: a) a existência de um dano causado contra o direito; b) a relação de causalidade entre esse dano e o fato imputável ao agente; c) a culpa deste, isto é, que o mesmo tenha obrado com dolo ou culpa (negligência, imprudência ou imperícia)²²

Não estando, pois, presente culpa, e não se podendo imputar negligência, imperícia ou imprudência, forçoso concluir pela inexistência de relação de causalidade entre o fato e suas conseqüências.

No que tange aos lucros cessantes, tal parcela, chamada doutrinariamente de dano indireto, ocorre quando o prejuízo se verifica como conseqüência posterior, por ter o prejudicado ficado temporariamente privado do uso do bem atingido (Orlando Gomes, Obrigações), não podendo ir além dos prejuízos efetivamente sofridos em conseqüência do ato ilícito, exigindo-se uma adequação expressa dos efeitos à causa; a correspondente indenização exige uma adequação expressa dos efeitos da causa.

Conquanto assim seja, sob o timbre dos pretendidos lucros cessantes, não constituirá demasia observar que, para o seu reconhecimento, é impossível escapar da necessária verificação, atento às circunstâncias objetivas, da probabilidade ou potencialidade do prejuízo correspondente no que razoavelmente foi deixado de lucrar por inadimplemento do devedor (*quantum lucrari potuit*).

Logo, não são abrangidos resultados hipotéticos ou de mera possibilidade teórica. Assim, como o risco elide a certeza, afasta-se a razoabilidade de que poderiam ser auferidos acenados lucros. A propósito, citando Van Wetter, exemplifica Washington de Barros Monteiro:

O vendedor deixa de entregar as iscas para uma projetada pesca. O comprador não pode pretender ressarcimento do valor dos peixes que apanharia, se as iscas lhe tivessem sido realmente entregues. Como ensina Hans Albech Fischer, ao direito compete distinguir cuidadosamente essas miragens de lucro, de que falava Dernburg, da verdadeira idéia de dano. Não se indenizam esperanças desfeitas, nem danos potenciais, eventuais, supostos ou abstratos.²³

Enfim, afastam-se os artigos 927 e seguintes do Código Civil quando os supostos ganhos residem mais na expectativa do interessado, apenas com os olhos nas incertezas do futuro, sem as luzes da realidade. Para a indenização dos lucros cessantes depende a comprovação de nexos causal e da existência objetiva ou demonstrada possibilidade dos danos.

Em face disso, o elemento subjetivo do ato gerador do dever de indenizar está na imputabilidade da conduta do agente. O agente responde em razão de seu comportamento voluntário, seja por ação ou por omissão (Caio Mário).

Entretanto, a responsabilidade deve ser excluída no caso de resultar de um fato involuntário (caso fortuito ou de força maior). Em caso de força maior, nas diversas fases de elaboração do direito pátrio, se inscreve como escusatória de responsabilidade civil.

Ainda conforme Caio Mário, a escusatória de responsabilidade está em que, se a obrigação de ressarcimento não é causada pelo fato do agente, mas em decorrência de acontecimento que escapa ao seu poder, por se filiar a um fator estranho ocorrido, há a isenção da própria obrigação de compor as perdas e danos.

Ante o conceito, atrás esboçado, tem-se, desde logo, idéia de que a responsabilidade civil se classifica em duas grandes espécies; a primeira, que se situa no âmbito da inexecução de obrigação contratada, chamada responsabilidade contratual; a segunda, posicionada no inadimplemento normativo, ou seja, descumprimento de obrigação contida na norma, cognominada responsabilidade extracontratual.

Também conhecida por responsabilidade aquiliana, tendo em vista que a *Lex Aquilia de damno* (do Século III a.C.) cuidou de estabelecer, no Direito Romano, os fundamentos jurídicos dessa espécie de responsabilidade civil, criando forma pecuniária de indenização do dano, assentada no estabelecimento de seu valor.

Embora a *Lex Aquilia* tenha fincado as bases da moderna responsabilidade extracontratual, com o então novo delito civil, *damnum iniuria datum* (dano causado à coisa alheia), persistiu, nela, o sentido da culpa, como mostra Ulpiano (Digesto, 9, 2, 44), ao comentá-la: "*in lege Aquilia et levissima culpa venit*".

Este sentido aquiliano da mais leve culpa, que leva à indenização, está presente na citada disposição do Código Civil.

Entretanto, com a evolução do conceito de responsabilidade, ampliou-se o seu significado, abrangendo, também, a indenização de danos, sem existência de culpa, o que se constitui em verdadeiro risco aos que, em face da lei, se sujeitam a repará-los. Não se pode falar, nesta hipótese do risco criado, em ilicitude, mesmo ante a reparação do dano.

Da responsabilidade civil extracontratual surgem duas subespécies: a responsabilidade subjetiva, delitual ou por ato ilícito, que resulta da existência deste fora do contrato, com fundamento na culpa, e a responsabilidade objetiva, decorrente do risco, em que não se perquire da culpa do indenizador que, por sua atividade, criou o risco indenizatório.

Para que se configure a culpa, genericamente considerada, indaga-se se o sujeito, autor do dano, agiu dolosa ou culposamente (negligentemente); prende-se esta indagação, diretamente, ao sujeito, daí ser conhecida pela doutrina por subjetiva a responsabilidade extracontratual que resulte de uma ação ou omissão lesiva a determinada pessoa.

A cogitar-se da responsabilidade pelo risco, entendem-na os doutrinadores objetiva, pois basta a ocorrência, objetivamente, de algum dos fatos previstos em lei, para que ela se materialize, responsabilizando aquele que, em decorrência de sua atividade, ensejou a existência do risco.

É requisito essencial da ilicitude a atuação dolosa ou culposa do agente que lesionou, pois existem ocorrências danosas de que não derivam responsabilidade. A indenização só será devida se existir o dano; e nem todo dano se indeniza.

Ressalte-se, entretanto que, mesmo nos casos de aplicação da teoria do risco, previstos em nosso Código Civil, ensejam eles indenização, ante a culpa de outrem, por aquele que não teve culpa ou cuja culpa foi presumida em lei.

A responsabilidade objetiva impura tem, sempre, como substrato, a culpa de terceiro, que está vinculado à atividade do indenizador. Implica, pois, ressarcimento, ainda que inexista culpa de qualquer dos envolvidos no evento danoso. Neste caso, indeniza-se por ato lícito ou por mero fato jurídico, porque a lei assim o determina. Nesta hipótese, portanto, não existe direito de regresso, arcando o indenizador, exclusivamente, com o pagamento do dano.

Essa classificação, subdividindo a responsabilidade objetiva em pura e impura, é de extrema necessidade para compreensão da matéria, pois na primeira subdivisão, o indenizador responde por ato lícito ou por fato jurídico, não tendo contra quem regressar, já que não existe culpa de quem quer que seja. Na segunda, sendo impura a responsabilidade, porque o indenizador ressarcir prejuízo causado por terceiro que age culposamente, tem aquele direito de regresso contra este.

Como resta evidente, a fixação da responsabilidade objetiva, principalmente nos casos de responsabilidade pura, é da competência exclusiva do legislador, pois quer presumindo culpa ou independentemente

dela, é preciso que se fixe legalmente a atividade perigosa e seus limites como medida de segurança indispensável.

A doutrina, por vezes, considera que o tratamento reservado pela lei aos administradores de instituições financeiras acaba por equipará-los aos acionistas diretores das sociedades em comandita por ações que respondem subsidiária e ilimitadamente pelas obrigações sociais referentes à sua gestão. Em outras ocasiões, os doutrinadores discutem se esta responsabilidade é objetiva ou subjetiva.

Entendo que a questão não se coloca, simplesmente, nesse plano.

O administrador de uma instituição financeira ou de um fundo de investimento tem, rigorosamente, a mesma responsabilidade de qualquer outra sociedade anônima.

Apenas se diferencia no que diz respeito aos mecanismos de sua apuração e efetivação. E, assim mesmo, no caso específico dos fundos de investimento, há que se observar a legislação específica quanto à apuração de eventuais faltas cometidas pelos seus administradores, apuração essa que se subordina ao procedimento determinado pelo órgão regulador (CVM), e por meio dos competentes processos administrativos sancionadores.

Além das especificidades nestas matérias de caráter adjetivo, nada há, substantivamente, que distinga a responsabilidade do administrador da instituição financeira e a responsabilidade dos administradores de companhias ou sociedades. Noutros termos, o administrador do fundo de investimento responde pelos danos que causar à pessoa jurídica ou física, em decorrência do descumprimento dos deveres que a lei lhe reservou.

Responde, assim, pelos prejuízos decorrentes de má administração e, portanto, tem a mesma responsabilidade que as demais pessoas a quem se atribui funções de administrador de patrimônio alheio.

A responsabilidade, *in casu*, decorre de ato próprio dele, administrador.

Não criou o legislador nenhuma outra figura de responsabilidade subsidiária, respondendo o administrador e o gestor de fundos de investimento pelo montante do prejuízo causado ao investidor. Assim, somente se, em função de um ato – omissivo ou comissivo, má gestão ou gestão temerária, fraude, negligência, imprudência ou imperícia –, causar danos ao patrimônio do fundo, estará obrigado a indenizá-los. Encontra-se, dessa forma, na mesmíssima situação do diretor de uma companhia com outro objeto social que, por administrá-la mal, acarreta dano à sociedade.

E não se pode afastar, por óbvio, a responsabilidade solidária da instituição financeira administradora, que responde pelos atos praticados pelo administrador por ela nomeado e até a integral satisfação dos prejuízos causados.

A lei das sociedades por ações, no artigo 158, menciona duas hipóteses de responsabilidade civil dos administradores: uma relacionada

aos prejuízos causados por sua culpa ou dolo, ainda que sem exorbitância dos poderes e atribuições (inciso I), e a outra pertinente à violação da lei ou do estatuto (inciso II).

Em relação à previsão inserta no inciso I, a doutrina é uníssona ao afirmar que a previsão legal imputa aos administradores uma responsabilidade subjetiva do tipo clássico, isto é, ao demandante cabe a prova do procedimento culposo do demandado. Quanto à segunda, no entanto, predomina largamente o entendimento de que cuida a hipótese legal de responsabilidade subjetiva com presunção de culpa, havendo, ainda, quem a considere objetiva, como já observamos anteriormente no que pertine ao descumprimento, pelo administrador de fundos de investimento, do mandato outorgado pelos investidores (política de investimento constante do regulamento).

O direito bancário estabelece regras próprias a respeito da responsabilidade do administrador de instituição financeira (Lei n° 6.024/74, artigos 36 a 49), sendo certo que a interpretação que comumente se faz destas regras conclui pela existência de uma responsabilidade de natureza objetiva, em regime distinto do preceituado para os administradores de sociedade anônima em geral, o que não se nos afigura como correto, haja vista que as diferenças entre o regime geral de responsabilidade civil dos administradores e o específico dos de instituições financeiras, não dizem respeito à natureza ou extensão da obrigação, mas exclusivamente à apuração e efetivação da responsabilidade.

Como afirma Bulhões Pedreira,

... a responsabilidade dos administradores de instituições financeiras não está regulada exclusivamente pelo art. 40 da Lei 6.024, mas, simultaneamente, pelo regime da lei de sociedades por ações e pelos preceitos gerais do Código Civil; e como o ordenamento jurídico é um sistema, e não um agregado de normas, a interpretação sistemática da legislação em vigor, sem a qual não há interpretação jurídica, conduz, necessariamente, à conclusão de que a responsabilidade de cada administrador é pessoal, e que ele só é solidário nas obrigações assumidas pela instituição financeira durante sua gestão até o montante dos prejuízos que tenha causado, por ato seu, próprio, praticado com culpa ou dolo.²⁴

Dessarte, como o legislador não atribuiu aos administradores de fundos de investimentos responsabilidade com inversão do ônus de prova, ou independentemente de culpa, forçoso reconhecer a vigência da responsabilização subjetiva, pela qual o administrador responde pelo prejuízo que causar aos cotistas sempre que descumprir qualquer dever que a lei ou o regulamento lhe impuseram e a eventual falta for prova-

da, respeitado, sempre, o princípio do contraditório e da ampla defesa, tanto na esfera administrativa, quanto na judicial.

Aspecto que deve ser ressaltado, ainda, diz respeito à limitação da responsabilidade solidária dos administradores aos prejuízos causados em virtude de obrigações assumidas pela instituição financeira (§ único do artigo 40, da Lei nº 6.024/74).

A Instrução CVM 409 prevê, em inúmeros artigos, a responsabilidade, inclusive solidária, do administrador de fundos:

Art. 13. Os cotistas responderão por eventual patrimônio líquido negativo do fundo.

Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no *caput*, o administrador e o gestor, se houver, serão responsáveis perante os cotistas pela inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos em regulamento.

Art. 16. Em casos excepcionais de iliquidez dos ativos componentes da carteira do fundo, inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário do fundo ou do conjunto dos cotistas, em prejuízo destes últimos, o administrador poderá declarar o fechamento do fundo para a realização de resgates, sendo obrigatória a convocação de Assembléia Geral Extraordinária, no prazo máximo de 1 (um) dia, para deliberar, no prazo de 15 (quinze) dias, a contar da data do fechamento para resgate, sobre as seguintes possibilidades:

- I – substituição do administrador, do gestor ou de ambos;
- II – reabertura ou manutenção do fechamento do fundo para resgate;
- III – possibilidade do pagamento de resgate em títulos e valores mobiliários;
- IV – cisão do fundo; e
- V – liquidação do fundo.

§ 1º O administrador responderá aos cotistas remanescentes pelos prejuízos que lhes tenham sido causados em decorrência da não utilização dos poderes conferidos no *caput* deste artigo.

§ 2º

Art. 63. Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo.

... ..

§ 1º As atribuições, a composição e os requisitos para convocação e deliberação dos conselhos e comitês deverão estar estabelecidos em regulamento.

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

§ 3º Os membros do conselho ou comitê deverão informar ao administrador, e este deverá informar aos cotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o fundo.

Art. 117. *Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385/76, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução:*

Art. 119. *A CVM pode responsabilizar outros diretores, empregados e prepostos do administrador ou do gestor do fundo, caso fique configurada a sua responsabilidade pelo descumprimento das disposições desta Instrução. [grifos nossos]*

A mesma Comissão de Valores Mobiliários indica, ainda, na Instrução CVM n° 306/99, em seu artigo 17, a responsabilidade do administrador, bem como, de forma clara e precisa, a responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado:

A pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado.

Parágrafo único. Os integrantes do comitê de investimentos, ou órgão assemelhado, que tomem decisões relativas à aplicação de recursos de terceiros, têm os mesmos deveres do administrador de carteira.

Prossegue a Instrução na indicação de infrações graves, reportando-se à Lei n° 6.385/76.

Assim, as diferenças entre o regime dos administradores de fundos de investimento, de instituições financeiras e o das companhias em geral dizem respeito apenas à apuração e efetivação da responsabilidade.

No tocante à natureza e extensão, os regimes são idênticos, isto é, as instituições administradoras de fundos de investimentos, a exemplo

dos de uma sociedade anônima não-financeira, têm responsabilidade subjetiva pelos danos decorrentes de atos de má administração.

Encontrando-se a instituição administradora da carteira do fundo em situação regular, a apuração da responsabilidade poderá ser feita em assembléia geral dos cotistas, nada obstante a existência de procedimentos específicos editados pelo Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários. Havendo a decretação de falência, liquidação extrajudicial, intervenção ou regime de administração especial temporária da instituição, a apuração dos atos de má administração e da extensão dos danos, bem como a delimitação de eventual responsabilidade civil, seguem regras próprias.

Essa profusão de normas impõe deveres ao administrador de fundos de investimento com a nítida intenção de proteger os cotistas e terceiros que se relacionem com os fundos.

De fato, pode-se afirmar que o legislador cuidou de estabelecer uma complexa rede de obrigações específicas ao administrador de fundos, com relação aos cotistas, aos órgãos de supervisão, a terceiros e, inclusive, com relação ao mercado, sem ter descuidado, também, da imposição de deveres gerais, de ordem ética e moral. Gize-se, também, que a CVM não estipula a responsabilidade objetiva dos administradores de fundos.

A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento, como visto, é de natureza subjetiva, fundada no dolo ou na culpa e necessariamente provada.

Constatada a culpa ou dolo do administrador, este responderá com seu patrimônio pelo ressarcimento dos danos causados aos cotistas ou a terceiros.

Por tudo, provada a participação culposa ou dolosa no ato ou omissão que cause dano, é imputável a responsabilidade da pessoa física que estiver registrada como autorizada pela CVM, como diretor ou sócio-gerente do administrador. Responderá, solidariamente, a própria instituição financeira autorizada a administrar fundos por todos os prejuízos que forem apurados, independentemente de qualquer nexo de causalidade entre uma ação ou omissão sua e o dano.

Por fim, cabe ressaltar que a responsabilidade de um administrador de fundos de investimento se circunscreve a eventuais danos causados aos cotistas e decorrentes de dolo ou culpa, por ato omissivo ou comissivo.

Nesse passo, não responde o administrador por resultados não alcançados pelo fundo no que pertine à rentabilidade das cotas, isto é, não se trata de uma obrigação de efetivamente alcançar resultados, mas sim de envidar os melhores esforços para alcançá-lo. Não pode o administrador, portanto, ser responsabilizado pelo simples fato de não ter atingido um determinado resultado, mesmo porque a própria CVM proíbe expressamente que o administrador de fundos de investimento prometa qualquer rendimento aos seus cotistas.

Cabe, já finalizando este nosso trabalho, trazer à colação artigo do Dr. Glauber Moreno Talavera, que trata do assunto de forma magnífica:

O dramaturgo Metastásio, já no séc. XVIII, no Ato II do grande épico "Écio", entrevera que: "*Niega agli affitti aita, chi dubbiosa la porge*", ou seja, "*Nega ajuda aos aflitos, quem a oferece duvidosa*".

O novo Código Civil, embora tenha sido concebido por artífices de invidiosa técnica jurídica, desdenhou da afamada assertiva preconizada pelo dramaturgo italiano, pois positivou na novel consolidação da legislação civilística pátria, sem rastro algum de precisão, um arremedo de responsabilidade objetiva que, se por um lado pouca de garante da inviolabilidade dos direitos de alguns, por outro potencializa as temeridades que alguns inquisidores judiciais cometerão em nome do suposto sacrossanto instituto.

... ..

A discussão sobre essa temática toma foros de relevo em razão da disposição normativa que está contida no parágrafo único, do artigo 927 do novo Código Civil brasileiro que, objeto até então de persecuções exegéticas meramente perfunctórias, tem se consolidado entre os profissionais do direito como "*vexata quaestio*".

A imputação de responsabilidade objetiva fundada na teoria do risco da atividade negocial, sobretudo se considerados os negócios jurídicos que se aperfeiçoam sob a égide do Código Civil, somente pode ser plausível se um dos contraentes desconhece a álea imanente ao negócio, ou seja, se um dos contratantes é, sem ciência, induzido a prática de determinado negócio jurídico cujo risco lhe é inerente, hipótese em que, diante do desconhecimento do fator de indeterminação havido e, considerada eventual perda suportada, este contratante estará legitimado ao pleito indenizatório.

Em outras palavras, quão maior for o número de informações franqueadas ao aderente, menor será a possibilidade de que sua alegação de desconhecimento seja acolhida pelos tribunais.

Dessemelhante é a hipótese da prática de negócios jurídicos aleatórios em que ambos os contratantes têm ciência inequívoca e ostensiva dos sobressaltos a que a contratação está sujeita e, ainda assim, contratam. Nesses casos, o negócio, além de ter sobre si a incidência da aleatoriedade, tem, também, a anuência expressa dos aderentes, como é típico, por exemplo, na formalização dos contratos de fundos de investimentos. Nessa citada espécie de liame contratual, não pode o aderente, cuja ciência é, sempre e sempre, integral acerca das possíveis oscilações dos índices de remuneração do capital,

alegar a perda ocorrida e, ato contínuo, pleitear indenização contra o administrador ou mantenedor do fundo sob as vestes da responsabilidade objetiva derivada do risco da atividade negocial desenvolvida. Ora, a possibilidade de imputar-se responsabilidade sem culpa, fundada meramente no nexo causal, deve estar circunscrita aos limites restritos dos contratantes, nesses casos sempre aderentes, para os quais a informação acerca dos riscos fora cerceada ou simplesmente suprimida; lição basilar que fora propagada com veemência e maestria pela genialidade do saudoso Professor Agostinho Neves de Arruda Alvim em suas mais de três décadas de cátedra.

... ..

Dessa forma, é de verificar-se que o parágrafo único, do artigo 927 do novo Código Civil, tal como concebido, demanda reflexão mais percuciente para que haja aplicação da melhor hermenêutica, a fim, quiçá, de que Louis Josserand e Raymond Saleilles, juristas franceses que palmilharam as primígenas veredas e lançaram os primeiros traços sobre a teoria da responsabilidade objetiva, não convulsionem em suas lápides devido ao exagero despropositado que ora se lha quer emprestar.

... ..

À propósito, a questão dos fundos de investimentos me é, neste momento, especialmente palpitante em virtude de, em um qualquer dia desses, numa dessas infindas filas de caixas de supermercados, eu ter sido surpreendido pela grata surpresa de encontrar um desses amigos que são embaralhados pelo jogo da vida e somem do nosso convívio, mas que não são subtraídos do nosso carinho. Superados os cumprimentos e as questões de praxe, *esse amigo, caudaloso experimentado nos embates da vida civil e nas questões de mercado de capitais, falou das piruetas e malabarismos literários de que estão se valendo alguns advogados para interpretar o parágrafo único, do art. 927 como cláusula geral assecuratória de perdas suportadas por clientes de bancos em razão de investimentos em fundos.* Daí asseverarmos que a questão dos fundos de investimento, da qual tratamos acima apenas circunstancialmente, é das mais relevantes sob o prisma da inteligência do novo Código Civil e, mormente, nos termos do que está previsto no lacunoso parágrafo único do seu art. 927.

O que subtrai e extirpa terminantemente qualquer resquício de possibilidade de que os fundos estejam sob o efeito regulatório do parágrafo único do art. 927 é que, apesar de a atividade desenvolvida pelos administradores de fundos de investimentos ser atividade normalmente de risco, os riscos são manifestos e os investidores subscrevem termos de responsabilidade, no qual manifestam ci-

ência irrestrita das possibilidades de perda de capital e, ainda, de eventual necessidade de aporte de capital em casos extremos de perda, que podem acontecer.

Ademais, havemos que ressaltar que a atividade dos administradores de fundos de investimento, ela própria, é atividade de risco, porém não representa risco para os direitos de ninguém, pois o cliente, que era proprietário do valor que será investido, ao promover, conscientemente, o investimento caracterizado pela álea perde o direito e conserva, apenas, uma expectativa de direito sobre o “quantum” que lhe será atribuído quando do resgate da aplicação realizada em caso de o saldo ser positivo e, se for negativo, do aporte de capital que haverá de fazer para quitar sua obrigação.

O administrador não é responsável pelas perdas se o grau de risco estiver expressamente contido no compromisso firmado no regulamento do fundo e formalizado nas suas cláusulas gerais. O administrador se torna responsável pelas perdas apenas nos casos específicos em que restar comprovado que promoveu operação cuja realização não estava de antemão prevista e, ainda, se o risco da aplicação tiver sido majorado devido a essa operação. Ademais, a responsabilidade do administrador pode, também, configurar-se se este não seguir as normas de “compliance” a que está adstrito. Por estas normas, cabe ao administrador providenciar mecanismos internos de monitoramento dos procedimentos, para possibilitar a constatação de que estão sendo cumpridas a legislação, o regulamento e a atividade de administração dentro dos padrões legais e éticos.

O sopesamento dessa responsabilidade dos administradores e de sua gradação será, portanto, realizado, sempre, com fundamento na responsabilidade clássica, que é de gênero e natureza subjetivos, fundada nas espécies culposas da negligência, imprudência e imperícia.

Constata-se, portanto, que mesmo diante de um esforço interpretativo hercúleo e, ainda que respeitadas os parâmetros de argumentação arquitetados por alguns causídicos, que a aplicação da responsabilidade objetiva fulcra na teoria do risco, que consta expressamente do parágrafo único, do art. 927 desse nosso Código Civil, não pode ser transplantada por meio do “jeitinho” para que os fundos de investimento sejam esquarterados e, com eles, toda a matriz organizacional política e econômica do Estado reste sucateada.

Considerando que as aplicações em fundos de investimento são efetuadas por meio de contratos formais e escritos cujo risco é explícito e assumido pelos aderentes, fazemos coro a Amós, o profeta pastor de ovelhas de Técuca, que no capítulo 3 de seu livro na Vulgata, no

séc. VIII a. C., já indagava: “Andarão dois juntos, se não houver entre eles acordo?” ...

Tentar estender a aplicação da responsabilidade objetiva aos fundos de investimento é, no mínimo, uma exuberância, para não dizer uma caricatura, um dramalhão mexicano...

Alea jacta est” [todos os grifos são meus]²⁵

Por todo exposto, quer nos parecer não restar dúvida quanto à responsabilidade civil (bem assim a penal e a administrativa) do administrador e do gestor de fundo de investimento perante o cotista, pela má-gestão ou gestão temerária dos recursos que lhes forem confiados, bem como pela ocorrência de situações que indiquem fraude, negligência, imprudência ou imperícia na administração ou gestão do fundo, de forma a preservar e garantir não só os direitos dos cotistas, como a confiabilidade e segurança do próprio mercado financeiro.

Conclusão

A indústria de fundos de investimento tem um campo vastíssimo para continuar crescendo, oferecendo produtos novos e seguros e com uma rentabilidade atraente, constituindo-se num dos mais importantes instrumentos do sistema financeiro para a captação da poupança nacional.

Uma vez ultrapassadas as grandes crises mundiais que abalaram o sistema nas últimas duas décadas, o Brasil demonstrou a sua maturidade no controle da inflação, na auto-gestão e na redução gradual dos juros.

Ponto que também merece destaque pela sua importância foi a mudança gradual do costume e apego pela inflação a que estavam acostumados os cidadãos, que tinham a ilusão de que seu dinheiro rendia diariamente; pouco a pouco, por meio de campanhas eficazes e didáticas — tanto do governo, quanto das instituições financeiras —, foi possível educar o brasileiro para os benefícios da poupança, afastando-o do nefasto imediatismo de altos ganhos

A entrada de instituições financeiras estrangeiras, concomitantemente à privatização dos bancos públicos, contribuiu de forma decisiva para o aumento da concorrência, mediante o oferecimento de novos produtos, mais atraentes aos clientes e investidores, menores taxas de juros para financiamentos, modernização das agências e sistemas, com melhoria sensível do acesso aos produtos e serviços bancários; hoje em dia, sequer é necessário sairmos de casa ou do escritório para solicitar talões de cheques, pagar contas ou efetuar aplicações financeiras.

E desse amadurecimento do sistema financeiro nacional resultou o crescimento vertiginoso dos fundos de investimento financeiro. A proteção e a segurança ao investidor são os responsáveis pela evolução do patrimônio desses fundos.

Desde a criação da Comissão de Valores Mobiliários, temos acompanhado esse crescimento, sendo a CVM uma das principais responsáveis pela sua política de proteção ao investidor, notadamente o pequeno investidor não afeiçoado às intrincadas operações de mercado.

Medidas de desregulamentação ultimadas pelo órgão regulador, tais como incentivos à participação dos empregados, maior controle na gestão das empresas, aumento da transparência, maior eficiência na administração de recursos aliada à flexibilização de aplicações, criação de comitês internos e diversificação da captação de recursos, possibilitaram o amadurecimento dos gestores e administradores e a profissionalização do mercado financeiro e de capitais.

Não menos importante a participação das associações de classe (ANBID e ANDIMA), que vêm desempenhando um papel relevante na gestão cada vez mais profissional, impondo severas regras de gestão, administração, governança e visibilidade do mercado financeiro.

Outro aspecto que merece o devido destaque foi a segregação da gestão e administração dos recursos de terceiros, a implementação de controles internos e de gestão de risco.

Dentro desse arcabouço, com normas claras, garantias efetivas e gestão profissional, o resultado não poderia ser outro: o mercado atraiu a confiança do investidor.

E esse amadurecimento vem estampado nas recentes alterações na legislação e nas normas de regulação, com a definição de um único órgão de regulação (CVM), que por sua vez reuniu e consolidou as normas relativas aos fundos de investimento num único documento.

Essa nova norma – a Instrução CVM 409 –, passou a regular tanto os fundos de renda fixa, quanto os de renda variável, unificando os procedimentos até então duplicados e, em alguns casos, conflitantes, submetidos ora às diretrizes do BACEN, ora da própria CVM.

Hoje os registros de fundos, regulamentos, prospectos, definição de cota e forma de cálculo, assembléias de cotistas, deveres e responsabilidades do administrador e gestor, informações aos investidores, relatórios, auditoria, bem assim as normas de governança e visibilidade dos fundos de investimento encontram-se detalhadamente explicitadas numa única norma, facilitando sobremaneira tanto o desempenho dos administradores de fundos, quanto do próprio órgão regulador.

A atuação da Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID também tem se revelado de fundamental importância, com o compromisso dos administradores de fundos na observância dos princípios basilares de respeito aos poderes conferidos pelos investidores para a administração e gestão de seus recursos, preservação da relação fiduciária, adoção de prudência nos atos de gestão e a prevenção e controle de eventuais práticas que possam prejudicar a indústria de fundos de investimento.

Mais uma vez, despontam como fatores responsáveis diretos pelo crescimento do patrimônio dos fundos de investimento a confiança ad-

quirida pelo investidor no órgão regulador e nos administradores e gestores, em decorrência de um normativo objetivo, da gestão profissional e da transparência imprimida aos fundos de investimento, por meio da divulgação de informações confiáveis, uma governança corporativa eficaz e rígidos códigos de conduta.

Por fim, a segurança imprimida ao patrimônio dos investidores encontra eco na responsabilidade do administrador de fundos de investimento, pela eventual prática de atos de má-gestão divorciados do regulamento, da política de investimento ou dos limites de concentração das carteiras dos fundos.

Essa responsabilidade, de natureza subjetiva, fundada em dolo ou culpa, por má-gestão ou gestão temerária, impõe ao administrador de fundos o dever de indenizar o investidor dos prejuízos que este vier a experimentar por negligência, imprudência ou imperícia.

Da mesma forma, a responsabilidade é solidária no que pertine aos atos praticados pelo gestor ou outros contratados em nome do fundo, os quais, dentro do seu campo de atuação específica – seja auditoria, controladoria, custódia ou outros serviços afetos aos fundos de investimento –, respondendo, cada qual, pelo exercício de suas funções.

Comprovada a prática de ato avesso aos poderes conferidos pelo investidor ao administrador, ou agindo este na desconformidade da norma ou da praxe de mercado, não há como se negar o dever de indenizar.

Além da responsabilidade civil, responde também o administrador de fundos de investimento pelos seus atos junto ao órgão regulador. Com efeito, à CVM cabe o poder-dever de fiscalizar e, em sendo o caso, punir as eventuais práticas abusivas em prejuízo do mercado e do investidor. Está sujeito, pois, o administrador, além da indenização civil, às apenações de natureza administrativa e penal, cumprindo àquela Autarquia a instauração do competente processo administrativo, com as conseqüentes comunicações ao BACEN e Ministério Público, sempre que assim se fizer necessário.

Dessa forma, com os requisitos basilares de normativos precisos, boas práticas de mercado, transparência na gestão e administração de recursos e responsabilidade no trato da coisa alheia, conjuminados a um sistema financeiro coeso, administrado com regras claras e sem sobressaltos por meio de uma política econômica séria, foram os Fundos de Investimento Financeiro guindados ao patamar do melhor, mais ágil e moderno produto financeiro oferecido a qualquer classe de investidores, desde aqueles profissionais, comumente chamados de investidores qualificados, até mesmo o pequeno poupador, o investidor modesto que, mesmo sem possuir qualquer conhecimento desse mercado, pode desfrutar de seus benefícios.

E essa segurança decorre da eficaz atuação da Comissão de Valores Mobiliários, enquanto guardião do mercado, e pela séria e competente atuação profissional dos gestores e administradores de fundos de investimento que têm, numa parceria inédita e vencedora com o órgão regu-

lador – digna de reconhecimento e aplausos, posto que dissociada de qualquer interesse menor, mas dirigida ao fortalecimento da indústria de fundos –, avalizado a excelência do produto e a segurança de se investir na indústria de fundos de investimento no Brasil, fonte de importância ímpar para a economia e desenvolvimento nacionais.

Notas

- 1 Palestra proferida em Curso de Extensão Universitária promovido pela Faculdade Autônoma de Direito - FADISP (2006).
- 2 Em 12 de janeiro de 1861, Dom Pedro II criou a casa de penhor Monte Socorro da Corte e a Caixa Econômica da Corte, duas instituições financeiras que acabaram se fundindo. Desde a época imperial, portanto, damas brasileiras e alguns nobres sem fortuna passaram a recorrer à essa modalidade de empréstimo; empenhando jóias. Esta instituição, mais tarde se tornaria a Caixa Econômica Federal.
- 3 Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005.
- 4 "Art 82. Para efeito de tributação do imposto de renda, não são considerados pessoas jurídicas, (Vetado) os fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimentos fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito, desde que não seja aplicada em uma só empresa importância superior a 10% (dez por cento) do valor do fundo e haja distribuição anual, pelos condôminos, dos resultados auferidos. Parágrafo único. Os rendimentos correspondentes a esses fundos serão tributados, conforme a sua natureza, em poder dos condôminos, de acordo com a legislação em vigor."
- 5 Artigo 2º da Instrução CVM 409.
- 6 VEIGA, Alexandre Brandão da. **Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário**. Almedina, Coimbra, 1999, p.43 ss.
- 7 Direitos Inerentes a Valores Mobiliários, *in* Direito dos Valores Mobiliários, Vol. I, Coimbra Editora, 1999, p.138.
- 8 Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, Ano 1, nº 3, SET/DEZ 1998, Ed. RT, p.33 e seg.
- 9 *Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário*, RDM, 80/15, 1990.
- 10 "XVI - política relativa ao exercício de direito do voto do fundo, pelo administrador ou por seus representantes legalmente constituídos, em assembleias gerais das companhias nas quais o fundo detenha participação;" Art. 41 - CVM 409.
- 11 "1º Além do serviço obrigatório de auditoria independente (art. 84), o administrador poderá contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços, com a exclusão de quaisquer outros não listados:..." Art. 56, CVM 409.
"Art. 59. Caso o administrador não seja credenciado pela CVM como prestador de serviços de custódia de valores mobiliários, o fundo deve contratar instituição credenciada para esta atividade." CVM 409.
- 12 Veja-se também, com relação aos Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Imobiliários, o artigo 15 da Instrução nº 306/99, da CVM, que trata especificamente da segregação de atividades.

- 13** Sistema do Direito Civil Brasileiro, vol. II, tomo II, p.220-221.
- 14** cf. Sílvio Rodrigues, Direito Civil, Responsabilidade Civil, Saraiva, 1975. p.179.
- 15** Responsabilidade Civil, 6.ed. Ed. Forense, Vol. II, nº 218.
- 16** Direito Civil, 4.ed., Ed. Saraiva, 1979, Vol. 4, nº 61.
- 17** Responsabilidade Civil, Saraiva, 5 ed., 1994, nº 106, 1. p.491.
- 18** Código Civil, Liv. Francisco Alves, 10.ed., vol. IV/173.
- 19** Obrigações, Forense, 8.ed. p.71.
- 20** Caso Fortuito e Teoria da Imprevisão, Ed. Forense, 3.ed. p.147.
- 21** Direito Civil, Ed. Saraiva, Vol. 4, p.167.
- 22** Curso de Direito Civil, Vol. 5, Editora Saraiv. p.386.
- 23** Curso de Direito Civil - "Direito das Obrigações" - 1ª parte.
- 24** *Apud* Newton de Lucca, "A Responsabilidade Civil dos Administradores das Instituições Financeiras"; RDM 67/32.
- 25** Mestre em Direito Civil e especialista em Direito das Relações de Consumo pela PUC/SP.