



**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO
Trabalho de Conclusão de Curso**

LAURA MOREIRA DOMINGUES

**Uma análise dos deveres e responsabilidades de administradores e
gestores de fundos de investimento**

Rio de Janeiro, dezembro/2016



**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

LAURA MOREIRA DOMINGUES

**Uma análise dos deveres e responsabilidades de administradores e
gestores de fundos de investimento**

Trabalho de Conclusão de Curso,
sob orientação do professor
Nelson Eizirik apresentado à
FGV DIREITO RIO como
requisito parcial para obtenção do
grau de bacharel em Direito.

Rio de Janeiro, dezembro/2016

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

Título do trabalho: Uma análise dos deveres e responsabilidades de administradores e gestores de fundos de investimento

Elaborado por LAURA MOREIRA DOMINGUES

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à FGV DIREITO RIO como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Comissão Examinadora:

Nome do orientador: Nelson Eizirik

Nome do Examinador 1: João Pedro Barroso do Nascimento

Nome do Examinador 2: Marcelo Moura

Assinaturas:

Nelson Eizirik

João Pedro Barroso do Nascimento

Marcelo Moura

Nota Final: _____

Rio de Janeiro, _____ de _____ de 2016.

RESUMO:

O presente trabalho tem por objetivo analisar os deveres e as responsabilidades de administradores e gestores de fundos de investimento à luz da regulamentação aplicável da Comissão de Valores Mobiliários. Primeiramente, os deveres e as responsabilidades de cada um destes prestadores de serviços serão analisados em conjunto. Em um segundo momento, os deveres e as responsabilidades do administrador e do gestor de fundos de investimento serão analisados separadamente.

Adicionalmente, este trabalho examinará qual é a espécie de responsabilidade civil que rege o cumprimento dos deveres legais atribuídos aos administradores e gestores de fundos de investimento sob a ótica das instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários e da jurisprudência brasileira.

Por fim, se pretende traçar um paralelo entre as atribuições e responsabilidades do administrador e do gestor de fundos de investimento e dos administradores das sociedades anônimas nos termos da Lei 6.404. Neste contexto, os deveres e responsabilidades dos gestores de fundos de investimento serão comparados aos deveres e responsabilidades dos diretores de sociedades anônimas e os deveres e responsabilidades dos administradores de fundos de investimento serão comparados com deveres e responsabilidades dos membros do conselho de administração de sociedades anônimas.

PALAVRAS-CHAVE: Fundos de investimento. Administrador. Gestor. Deveres. Responsabilidades. Responsabilidade Civil.

ABSTRACT:

The objective of this paper is to analyze the fiduciary duties and responsibilities of administrators and managers of investment funds pursuant to the applicable regulations issued by the Brazilian Securities Commission. The fiduciary duties and responsibilities of each of these service providers will be, firstly, jointly analyzed, followed by an independent analysis of the relevant duties and responsibilities of the administrator and of the manager of investment funds.

This paper will also examine what is the civil liability regime applicable in connection with the compliance of the fiduciary duties and responsibilities of the administrator and the manager of the investment funds under the normative instructions issued by the Brazilian Securities Commission and the Brazilian precedents regarding the matter.

Lastly, this paper intends to draw a comparison between the obligations and responsibilities of administrators and managers of investment funds and of managers of companies pursuant to Law 6,404. In this regard, the fiduciary duties and responsibilities of managers of investment funds will be compared and paralleled to the fiduciary duties and responsibilities of directors of companies. On the other hand, the fiduciary duties and responsibilities of administrators of investment funds will be compared and paralleled to the fiduciary duties and responsibilities of officers of companies.

KEYWORDS: Investment funds. Administrator. Manager. Fiduciary Duties. Responsibilities. Civil Liability.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	7
2. NOÇÕES INTRODUTÓRIAS. FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	12
3. O PAPEL DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	16
4. DEVERES E RESPONSABILIDADES DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	19
4.1 Dever de Diligência.....	20
4.2 Dever de Lealdade.....	25
4.3 Deveres e Responsabilidades do Administrador de Fundos de Investimento.....	28
4.4 Deveres e Responsabilidades do Gestor de Fundos de Investimento.....	34
5. RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	42
6. DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS. UMA ANÁLISE COMPARATIVA COM OS DEVERES E RESPONSABILIDADES DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR.....	50
6.1 Conselho de Administração e Diretoria de Sociedades Anônimas. Deveres e Responsabilidades dos Administradores de Sociedades Anônimas.....	51
6.2 Principais Atribuições dos Membros do Conselho de Administração de Sociedades Anônimas.....	57
6.3 Principais Atribuições dos Diretores de Sociedades Anônimas.....	60
CONCLUSÃO.....	63
REFERÊNCIAS.....	67

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, os fundos de investimento são constituídos sob a forma de condomínio, que podem ser abertos ou fechados, e são destinados à aplicação em ativos financeiros. Os fundos de investimento podem ser definidos como mecanismos de investimento coletivo que, "mediante a diversificação da carteira de investimentos e a administração especializada, objetivam diminuir o risco e propiciar aos investidores um retorno superior se comparado aos investimentos individualmente realizados".¹

A constituição, a administração e o funcionamento de fundos de investimento são regulados pelas instruções normativas aplicáveis expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"). A CVM é uma autarquia federal instituída pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 ("Lei 6.385")², que tem como finalidade e principal atribuição disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil com o objetivo de promover seu desenvolvimento, estimular a formação de poupanças e de proteger os investidores contra quaisquer irregularidades praticadas pelos participantes desse mercado.

Para tanto, dentre outras atribuições previstas em lei, compete à CVM expedir normas visando regulamentar as matérias de sua competência previstas na Lei 6.385 e na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei 6.404"), fiscalizar as atividades e serviços oferecidos no âmbito do mercado de valores mobiliários, fiscalizar as companhias abertas e os fundos de investimento e disciplinar a divulgação de informações no âmbito do mercado de valores mobiliários. Ainda, compete ao referido órgão regulador impor aos infratores das normas aplicáveis as penalidades previstas na Lei 6.385 como, por exemplo, advertência, multa e cassação de autorização ou registro.

O presente trabalho tem como objetivo abordar e discorrer sobre os principais prestadores de serviços de fundos de investimento no Brasil, quais sejam: o administrador e o gestor. Por esse motivo, é importante estudar a natureza jurídica dos fundos de investimento e seus principais aspectos regulatórios, bem como analisar as finalidades e atribuições da CVM, tendo em vista sua competência para regular e fiscalizar as atividades dos fundos de investimento e de seus prestadores de serviços.

¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime jurídico dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 81.

² Artigo 5º, Lei 6.385. "É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária."

Segundo a Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014 ("ICVM 555")³, que regula os fundos de investimento de modo geral e é aplicado subsidiariamente a todos os tipos de fundos regidos por instruções normativas específicas⁴⁻⁵, os fundos de investimento, por meio de seus administradores, podem contratar terceiros para prestar os serviços de custódia de ativos financeiros, tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros, consultoria de investimentos, escrituração da emissão e resgate de cotas, dentre outros serviços listados no parágrafo 2º do artigo 78. Em outras palavras, além do administrador e do gestor, e assumindo que esses serviços não sejam prestados por uma única pessoa, os fundos de investimento contratam outros prestadores de serviço para a realização das atividades listadas acima. No que tange ao regime de responsabilização dos prestadores de serviços do Fundo, sem prejuízo das hipóteses de responsabilização solidária entre o administrador e os terceiros contratados⁶, todos respondem perante a CVM "na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares aplicáveis"⁷.

No entanto, é importante destacar que o foco do presente trabalho consiste somente na análise das atribuições e dos deveres do administrador e do gestor, de modo que se optou por não incluir no escopo deste trabalho a análise dos deveres e atribuições impostos pelas normas aplicáveis aos demais prestadores de serviço por se entender que o administrador e o gestor são os principais prestadores de serviços de fundos de investimento, tendo a CVM, tanto por

³ A ICVM 555 entrou em vigor em 1º de outubro de 2015 substituindo a Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2004 ("ICVM 409"). BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 555**, de 04 de junho de 2007. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>>. Acesso em: 10 out. 2016.

⁴ Esse é o entendimento da CVM tendo em vista o disposto no artigo 119-A da ICVM 409. No Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2011/2514, o diretor Otavio Yazbek abordou a questão e adotou o seguinte posicionamento: "E vale reiterar neste ponto a natureza da relação entre a Instrução CVM n. 409/04 e as regras especiais, vigentes para determinados fundos. O art. 1º da citada Instrução destaca, já no caput, que ela 'dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento'. O § 1º do mesmo dispositivo assevera que se excluem do regime daquela Instrução os fundos relacionados nos incisos seguintes, 'regidos por regulamentação própria'. O art. 119-A, por fim, dispõe que a Instrução 'aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos'. A única interpretação que entendo possível, aqui, é a que reconhece que as exceções relacionadas no § 1º do art. 1º apenas vigoram para os pontos tratados pela 'regulamentação própria' de cada modalidade. Inexistindo regra específica, vigora o regime geral, como aqui ocorre." (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2011/2514, Dir. Relator Otavio Yazbek, julgado em 22 de março de 2011**. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0008/7638-1.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2016.)

⁵ O artigo 1º da ICVM 555 dispõe que a instrução "aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos." Nota-se que de acordo esse artigo o entendimento da CVM sobre o assunto não foi alterado com a edição da ICVM 555, de modo que esta continua a ser a regra geral que será aplicada aos fundos regulados por regras específicas sempre que não houver incompatibilidade entre as normas.

⁶ Artigo 79, parágrafo 2º, ICVM 555.

⁷ Artigo 79, parágrafo 4º, ICVM 555.

meio de sua regulamentação, quanto por meio de sua atuação sancionadora, dedicado especial atenção aos deveres e responsabilidades de ambos. As responsabilidades dos demais prestadores de serviços serão abordadas se forem relevantes para auxiliar no desenvolvimento do tema principal e somente na medida em que for necessário fazer essa abordagem.

Ainda, é importante destacar que o presente trabalho não pretende analisar o tratamento conferido aos administradores e gestores pelas instruções normativas específicas, como por exemplo, pela Instrução CVM 356, de 17 de dezembro de 2001, aplicável aos fundos de investimento em direitos creditórios e pela Instrução CVM 578, de 30 de agosto de 2016 ("ICVM 578"), aplicável aos fundos de investimento em participações. A análise dos deveres e responsabilidades desses prestadores de serviços terá como base exclusivamente o tratamento conferido à matéria pela ICVM 555 (e ICVM 409, quando aplicável) e também pela Instrução CVM 558, de 26 de março de 2015 ("ICVM 558").⁸.

Em relação à delimitação temporal da pesquisa necessária para a elaboração deste trabalho, o objetivo é buscar e utilizar como referência as decisões judiciais e administrativas mais recentes, pois estas ilustram como as questões estão sendo pacificadas atualmente. No entanto, conforme explicado abaixo, poderá ser necessário recorrer a decisões judiciais e administrativas mais antigas envolvendo a aplicação da Lei 6.404, visto que estas podem ser bastante úteis para a elaboração deste trabalho. Por esse motivo, optou-se por não estabelecer parâmetros rígidos em relação ao lapso temporal dentro do qual será realizada a pesquisa.

É fundamental esclarecer que, em um primeiro momento, os deveres e as responsabilidades de cada prestador de serviço (i.e. administrador e gestor) serão abordados em conjunto, especialmente no que tange ao dever de diligência e ao dever de lealdade aplicável a ambos. A segunda parte do trabalho consiste na comparação das atribuições e dos deveres conferidos a esses prestadores de serviços. Assim, em um segundo momento, os deveres e as responsabilidades do administrador e do gestor de fundos de investimento serão analisados separadamente. É importante examinar isoladamente as obrigações e o tratamento conferido pela legislação vigente a ambos, pois como se verá adiante, a regulamentação aplicável e a CVM, de maneira geral, conferem prerrogativas e deveres distintos ao administrador e ao gestor de fundos de investimento.

Adicionalmente, o trabalho buscará examinar, a partir das análises descritas nos parágrafos acima, qual é a espécie de responsabilidade civil que rege o cumprimento dos deveres legais atribuídos ao administrador e ao gestor de fundos de investimento sob a ótica

⁸ A ICVM 558 entrou em vigor em 4 de janeiro de 2016, substituindo a Instrução CVM 306, de 5 de maio de 1999.

das instruções normativas da CVM e da jurisprudência dos órgãos judiciais e administrativos competentes. Neste contexto, o objetivo é analisar se na prestação de serviços ao fundo os administradores e gestores de fundos de investimento são regidos pelo regime da responsabilidade subjetiva, pelo regime da responsabilidade objetiva, ou ainda, pelo regime da responsabilidade subjetiva com a inversão do ônus da prova.

Ainda, o presente trabalho pretende traçar um paralelo entre as atribuições e responsabilidades do administrador e do gestor de fundos de investimento e dos administradores das sociedades anônimas⁹ regidas pela Lei 6.404. Um dos objetivos do trabalho consiste em analisar em que medida os deveres e funções atribuídos aos administradores de sociedades anônimas são semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela regulamentação aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento. Vale destacar que para que isso seja possível será necessário descrever quais são as principais funções e atribuições conferidas pela Lei 6.404 ao conselho de administração e à diretoria. Tendo em vista este paralelo que se buscará traçar, no decorrer deste trabalho os deveres e funções conferidos aos prestadores de serviços do fundo serão examinados pela ótica da regulamentação da CVM, mas também pela ótica dos deveres estabelecidos pela Lei 6.404, discutindo qual é a relevância e a extensão da aplicação, por analogia, da Lei 6.404 aos responsáveis pelas atividades de administração e gestão de fundos de investimento. A aplicação por analogia da Lei 6.404 aos prestadores de serviços de fundos de investimento é importante na medida em que no Brasil não há lei específica que regule os fundos de investimento e estabeleça os princípios gerais que devem reger a atuação dos prestadores de serviços do fundo. Assim, a referida lei se torna um importante parâmetro para a atuação dos administradores e gestores uma vez que, tal como em fundos de investimento, no âmbito de sociedades anônimas os acionistas e os administradores da companhia também mantêm uma relação fiduciária, conforme se analisará adiante.

Finalmente, pretende-se inovar ao tentar traçar um paralelo ainda mais específico, através da comparação entre os deveres e responsabilidades dos gestores de carteiras de fundos de investimento e os deveres e responsabilidades dos diretores de sociedades anônimas. Por outro lado, as atribuições e obrigações dos administradores de fundos de investimento serão comparadas com as atribuições e obrigações dos membros do conselho de administração de sociedades anônimas.

Diante do exposto, este trabalho tem como objetivo responder às seguintes perguntas:

⁹ Para fins do presente trabalho, "sociedades anônimas" e "companhias" devem ser lidas e interpretadas como termos sinônimos.

- 1) Os deveres e funções atribuídos aos administradores de fundos de investimento são semelhantes aos deveres e funções atribuídos aos gestores de fundos de investimento? Em que extensão as esferas de responsabilização de ambos são distintas?
- 2) Em que medida os deveres e funções atribuídos aos administradores de sociedades anônimas são semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela regulamentação aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento?
 - 2.1 Os deveres e funções atribuídos aos administradores de fundos de investimento são semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela Lei 6.404 aos membros do conselho de administração de sociedades anônimas?
 - 2.2 Os deveres e funções atribuídos aos gestores de carteiras de valores mobiliários são semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela Lei 6.404 aos diretores de sociedades anônimas?

Diante do que já se estudou sobre os deveres e as responsabilidades de cada um dos sujeitos mencionados, à primeira vista é possível assumir que a resposta para a primeira pergunta será negativa, ao passo que a resposta para as perguntas previstas no item 2 serão afirmativas. Em relação às perguntas do item 2, é razoável supor que será possível traçar os paralelos pretendidos. Contudo, para que se possa chegar a respostas fundamentadas é imprescindível uma análise pormenorizada da regulamentação aplicável e da doutrina especializada, bem como realizar uma pesquisa aprofundada da jurisprudência sobre o tema.

A escolha desse tema e a elaboração dessa pesquisa é importante para a autora deste trabalho visto que ela possui amplo interesse pela matéria. Além da relevância pessoal e profissional, e não obstante o fato de o tema já ter sido bastante explorado anteriormente pelos mais diversos doutrinadores, a autora acredita que a realização dessa pesquisa pode constituir uma importante contribuição teórica tendo em vista o paralelo que se buscará traçar não somente entre os prestadores de serviços dos fundos de investimento de um lado e os administradores de sociedades anônimas de outro, mas também o paralelo que se buscará traçar contrastando quatro perspectivas diferentes, quais sejam: administrador-conselheiro-gestor-diretor.

2 NOÇÕES INTRODUTÓRIAS. FUNDOS DE INVESTIMENTO

Conforme exposto acima, os fundos de investimento são mecanismos de investimento coletivo que permitem, de forma eficiente e transparente, o investimento estratégico em diversos tipos de ativos por parte dos poupadores (responsáveis pela formação da poupança popular). Os fundos de investimento viabilizam investimentos que dificilmente seriam realizados pelos poupadores uma vez que tais investimentos exigem recursos consideráveis, conhecimento técnico sobre o funcionamento do mercado e informações muitas vezes de difícil acesso. Tendo em vista o regime jurídico aplicável, principalmente as proteções conferidas ao investidor, os fundos de investimento estimulam a movimentação de recursos no âmbito do mercado de capitais e a realização de investimentos na medida em que propiciam a formação de poupanças e protegem os investidores contra quaisquer irregularidades praticadas pelos participantes desse mercado.

Apesar de o objetivo deste trabalho não ser de discorrer sobre os fundos de investimento em si, e sim sobre as atribuições e responsabilidades do administrador e do gestor, para fins de contextualização do tema principal, é importante abordar neste primeiro capítulo, ainda que de forma não aprofundada, o histórico, a natureza jurídica e a estrutura organizacional dos fundos de investimento no Brasil.

No Brasil, a história dos fundos de investimento é relativamente recente. Os primeiros marcos regulatórios nacionais relacionados aos fundos ocorreram na década de 60 e 70, com a edição da Lei 4.728, de 14 de julho de 1965 ("Lei 4.728"), e da Resolução n. 145, de 14 de abril de 1970 ("Resolução n. 145"), do Banco Central do Brasil ("BACEN"). A Lei 4.728 disciplinou as sociedades de investimento e os fundos de investimento. Por meio da Resolução n. 145, foram instituídos e regulados os fundos mútuos de investimento, que deveriam ser estruturados sob a forma de condomínio aberto. Os primeiros marcos legislativos já consagravam os fundos como veículos de investimento coletivo estruturados sob a forma de condomínio. Apesar de a estipulação de regras mínimas aplicáveis aos fundos de investimento ter ocorrido desde a década de 60, o grande desenvolvimento da indústria de fundos no Brasil só ocorreu na década do 90¹⁰, após o sucesso do Plano Real, propiciando um ambiente econômico mais receptivo aos investimentos.¹¹

¹⁰ Ao passo que em 1994 era alocada uma quantia de R\$48 bilhões em fundos de investimento no Brasil, em 1999, 2.600 fundos de investimento brasileiros administravam um patrimônio que totalizava R\$175 bilhões.

¹¹ De acordo com o Anuário da Indústria de Fundos de Investimento ANBIMA/FGV de 2015, elaborado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais em parceria com a Fundação Getúlio Vargas, "a indústria de fundos em 2014 alcançou mais de R\$ 2,7 trilhões em patrimônio líquido, distribuídos em

Feito este breve histórico, importante abordar a natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil. A natureza jurídica dos fundos de investimento é um tema controvertido na doutrina brasileira.¹² Atualmente, a doutrina se subdivide em aproximadamente cinco teorias principais, quais sejam: da copropriedade (condomínial), da comunidade de bens não condomínial, da propriedade em mão comum, da propriedade fiduciária e societária.¹³

A legislação brasileira define os fundos de investimento como condomínios. A Lei 4.728, em seus artigos 49 e 50, prevê que os fundos de investimento possuem natureza condomínial e se destinam à aplicação de recursos em títulos e valores mobiliários.¹⁴ No mesmo sentido, a CVM, por meio de diversas instruções normativas¹⁵, também se filia à teoria de que os fundos de investimento são classificados como condomínios. De acordo com a ICVM 555, "o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros."¹⁶

O condomínio é um direito real que incide sobre determinados bens e que permite aos seus condôminos o direito de uso, gozo e disposição sobre a sua respectiva parte ideal.¹⁷ Referido direito real é disciplinado pelo Código Civil que dispõe em seu artigo 1.314 que "cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a

14 mil fundos com 11,5 milhões de cotistas, colocando-se entre as sete maiores indústrias de gestão de recursos do mundo." (ANBIMA; FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Anuário de Fundos de Investimento 2015. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2015/pt/default.aspx>>. Acesso em: 14 jun. 2016.)

¹² Para fins do presente trabalho, filia-se à corrente doutrinária que defende que os fundos de investimento são classificados como condomínios especiais, tal como se verificará adiante. Tendo em vista que o objetivo deste trabalho é discorrer sobre as atribuições e responsabilidades do administrador e do gestor de fundos de investimento, optou-se por não incluir em seu escopo a análise pormenorizada das teorias existentes acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento brasileiros.

¹³ "Tendo em vista que os fundos englobam recursos comuns, destinados à aplicação em certos e específicos títulos ou valores mobiliários; que os investidores adquirem e se tornam titulares das cotas dos fundos; que o patrimônio dos fundos pertence aos investidores, na medida em que não têm personalidade jurídica; que a gestão dos recursos é feita conforme o interesse dos investidores, pode-se concluir que os fundos de investimento são sociedades de fato, formadas por investidores (sócios), que exercem propriedade em comum (condomínio) sobre o dinheiro." (CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão; PIMENTA, Vinícius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais - Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. WALD, Arnoldo; GOLÇALVES, Fernando; DE CASTRO, Moema Augusta Soares; FREITAS, Bernardo Vianna e CARVALHO, Mário Tavernard Martins de [Organizadores]. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 659-660.)

¹⁴ A natureza condomínial dos fundos de investimento pode ser extraída também da leitura do Artigo 2º da Lei 8.668, de 25 de junho de 1993, que disciplina a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário, bem como da Circular 2.616 de 18 de setembro de 1995, que disciplina a constituição e o funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento.

¹⁵ Cita-se, para fins de exemplificação, a Instrução CVM 302, de 10 de maio de 1999, bem como a ICVM 409.

¹⁶ Artigo 3º, ICVM 555.

¹⁷ Para Caio Mário da Silva Pereira, "dá-se condomínio, quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes". (PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: direitos reais**. Vol. 4. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 175.)

respectiva parte ideal, ou gravá-la". Ocorre que as características clássicas do condomínio previstas no Código Civil e o regime jurídico aplicável não se adequam à estrutura organizacional dos fundos de investimento. Tal conclusão pode ser extraída, por exemplo, do fato de que os cotistas não podem livremente utilizar e dispor dos ativos que compõem o patrimônio do fundo, contrair obrigações em nome do fundo (em regra, somente o administrador possui essa prerrogativa), exigir a divisão dos bens ou, ainda, a dissolução da comunhão, direitos estes que são conferidos aos condôminos do condomínio disciplinado pelo Código Civil.¹⁸

Os fundos de investimento, ao contrário do instituto do condomínio tradicional, não conferem aos seus cotistas direitos de copropriedade sobre o patrimônio do fundo. Conforme mencionado acima, os cotistas podem exercer integralmente todos os direitos relativos às cotas de sua titularidade, e não ao patrimônio comum do fundo. Ainda, como característica principal dos fundos de investimento, pode-se destacar o fato de que a estes não é conferida personalidade jurídica própria. Ressalta-se, entretanto, que "embora destituídos legalmente de personalidade jurídica, os fundos são reconhecidamente um centro de imputação de direitos e deveres"¹⁹, podendo, portanto, ser titulares de direitos e obrigações em nome próprio.

Na visão de Gaggini, os fundos de investimento devem ser classificados como condomínios especiais, conforme se extrai da leitura abaixo:

Concluimos ser o fundo de investimento, perante o direito brasileiro, uma forma de 'condomínio' de natureza especial, com regras próprias e específicas, distintas das descritas no Código Civil. (...) Embora se tenha desejado, com a utilização dessa terminologia [condomínio], representar a ideia de propriedade fracionada em partes iguais, não se averiguou a existência fática do instituto do condomínio tradicional, e sim a existência de instituto jurídico diferenciado.²⁰

No mesmo sentido, destaca-se o entendimento de Arnoldo Wald e Ruy Rosado de Aguiar Júnior, respectivamente:

Os fundos de mercado de capitais não têm personalidade jurídica (...). Mas já existe ampla regulamentação que, nos últimos vinte e cinco anos, admitiu, tanto no Brasil, como no exterior, que os fundos do mercado de capitais tivessem patrimônio e capacidade processual, sem atribuir-lhe, todavia,

¹⁸ GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001. p. 47-48.

¹⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade Civil dos Administradores de Fundos de Investimento. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p. 238.

²⁰ *Ibidem*. p. 53.

personalidade jurídica, constituindo, assim, uma forma especial de condomínio, diferente do comum previsto pelo Código Civil.²¹

Podemos, assim, concluir que o fundo de investimento em títulos e valores mobiliários constitui modalidade especial de condomínio, sem personalidade jurídica, integrado por recursos apostos a uma finalidade, administrado por mandatário que goza de posição jurídica diferenciada e responsabilidade própria diante dos investidores, participantes do fundo.²²

Portanto, considerando que os fundos de investimento possuem natureza jurídica de condomínios especiais, e, por esse motivo, se submetem a um regime jurídico distinto dos condomínios tradicionais, entende-se que as regras do Código Civil aplicáveis à modalidade tradicional do instituto devem ser temperadas com as regras específicas editadas pela CVM. Neste contexto, vale destacar a importância das instruções normativas da CVM que regulam a estrutura organizacional dos fundos de investimento uma vez que "a existência de uma regulação sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento termina por assegurar aos agentes de mercado certeza jurídica sobre a disciplina de tais condomínios".²³

A CVM disciplina a constituição, a administração e o funcionamento de fundos de investimento por meio de suas instruções normativas aplicáveis. A competência regulamentar da CVM para regular a matéria é extraída da leitura conjugada dos artigos 2º, inciso V e parágrafo 3º e 8º, inciso I da Lei 6.385. A competência fiscalizatória em relação aos fundos de investimento decorre da previsão contida nos incisos II e III do artigo 8º da referida lei.

Em relação à estrutura organizacional do fundo, a legislação brasileira permite que os fundos de investimento sejam constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado.²⁴ A adoção de uma ou outra estrutura é relevante na medida em que a regulamentação vigente estabelece um regime jurídico diferenciado para ambas, principalmente no que tange à possibilidade de resgate das cotas.²⁵

²¹ WALD, Arnoldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. In: **Revista Forense**, n. 309. Rio de Janeiro: Forense, 1990. p. 9.

²² JÚNIOR, Ruy Rosado de Aguiar. Aspectos Dos Fundos De Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Organizadores). **Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha**. Ribeirão Preto: Migalhas, Vol. 3, 2012, p. 302.

²³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/2345, Dir. Relator Pedro Oliva Marcilio de Souza, julgado em 21 de fevereiro de 2006**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ2005144_3.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2016.

²⁴ "O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo." (Artigo 4º, ICVM 555)

²⁵ "O resgate consiste no pagamento ao cotista de valor correspondente à significação econômica da(s) respectiva(s) cota(s), retirando-a(s) definitivamente de circulação." (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Op. cit. p. 90.)

3 O PAPEL DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

No que tange aos prestadores de serviços dos fundos de investimento, inicialmente vale destacar que, tanto o administrador, quanto o gestor, precisam estar autorizados pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira de valores mobiliários, nos termos das normas aplicáveis, especialmente da ICVM 558. Ao passo que a regulamentação aplicável permite que seja contratada pessoa natural ou jurídica devidamente credenciada para prestar os serviços de gestão de carteira, os serviços de administração devem necessariamente ser prestados por pessoa jurídica autorizada pela CVM. Ainda, é importante esclarecer que a contratação de terceiro para prestar os serviços de gestão profissional não é obrigatória, de maneira que o administrador pode optar por administrar o fundo e também gerir sua carteira, desde que observe as normas que regulamentam a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários.

Segundo a ICVM 555, o administrador é responsável por prestar o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, podendo este optar por contratar terceiros para prestar tais serviços. Para tanto, o administrador tem poderes para praticar todos os atos necessários para o regular funcionamento do fundo, sendo responsável pela constituição e representação do fundo, bem como aprovação da primeira versão do seu regulamento, contratação de terceiros para prestar serviços ao fundo, prestação de informações à CVM,²⁶ dentre outras atribuições previstas na regulamentação aplicável e no regulamento.

O gestor é responsável pela gestão profissional dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo de investimento. De acordo com a ICVM 555, incumbe ao gestor negociar e contratar os ativos financeiros em nome do fundo, firmar contratos relativos à negociação de tais ativos, observada a política de investimento do fundo, bem como exercer o direito de voto decorrente da titularidade desses ativos.²⁷ Ao gestor compete, ainda, a observância dos demais deveres previstos na regulamentação aplicável e no regulamento do fundo.

Dentre as normas de conduta aplicáveis ao administrador e ao gestor de fundos de investimento, é vedado a eles receber "qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na tomada de decisão de investimento pelo fundo" (artigo 92, parágrafo 2º,

²⁶ Artigos 78 e 80, ICVM 555.

²⁷ Artigo 78, parágrafo 3º, ICVM 555.

ICVM 555). Tal disposição prevista na ICVM 555 tem por objetivo proteger o fundo e seus cotistas da atuação do administrador e do gestor em hipóteses nas quais se configura uma situação de conflito de interesses. Por meio de tal vedação, a referida instrução normativa reforça a necessidade de a atuação dos prestadores de serviços do fundo ser sempre pautada pelos melhores interesses do fundo e de seus cotistas. Ainda, ambos têm o dever de "empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los" (artigo 92, inciso III, ICVM 555). O administrador e o gestor devem, ainda, transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição de prestadores de serviços do fundo (artigo 92, parágrafo 1º, ICVM 555).

A ICVM 555 estabelece que o administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a empregar a "diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios" e a desempenhar suas atividades tendo em vista o melhor interesse do fundo e de seus cotistas. Compete a esses prestadores de serviços exercer (no caso do gestor), ou diligenciar para que sejam exercidos (no caso do administrador), todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, e, ainda, praticar todos os atos necessários para a defesa dos direitos dos cotistas. Além disso, a ICVM 555 consagra o dever de lealdade dos prestadores de serviço em relação ao fundo e aos seus cotistas, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida.²⁸

A ICVM 558 estabelece deveres adicionais que devem ser observados pela entidade responsável pela administração de carteira de valores mobiliários.²⁹ Além das regras de conduta consagradas pela ICVM 555, destaca-se que a atuação do administrador de carteiras deve ser pautada pelos deveres de cumprir fielmente o regulamento do fundo e qualquer outro contrato firmado que tenha relação com a atividade a ser desempenhada no âmbito do fundo, de transparência, de buscar atender os objetivos de investimento dos cotistas do fundo, de prestar informações aos cotistas e à CVM conforme exigido pelo regulamento e/ou pela

²⁸ "Por meio do negócio fiduciário ocorre a transmissão da titularidade de uma situação jurídica subjetiva ao fiduciário, para que ele dela se utilize de determinada forma, com vistas a atingir os objetivos estipulados pelo fiduciante." (DONATO, Milena. **Do negócio fiduciário à fidúcia**. São Paulo: Atlas, 2014. p. 12)

Em estruturas envolvendo fundos de investimento, o cotista transfere a terceiros a gestão dos seus recursos financeiros, no caso ao administrador e/ou gestor. Tendo em vista a delegação de poderes pelo cotista e a confiança que este deposita nos prestadores de serviços contratados, tanto o administrador, quanto o gestor, tem a obrigação de efetivamente atuar de forma em benefício do cotista. Esta obrigação é inerente à relação fiduciária mantida entre eles, pois, conforme preceitua Milena Donato "o fiduciário deve respeitar e promover o fim a que se destina o direito que titulariza." (DONATO, Milena. Op cit. p. 94)

²⁹ Vale lembrar que o responsável pela gestão da carteira de valores mobiliários de determinado fundo pode ser o próprio administrador ou terceiro contratado pelo fundo para prestar os serviços de gestão, conforme o caso. De todo modo, o responsável por prestar tal serviço deverá estar devidamente autorizado para o exercício de tal atividade e observar as regras de conduta estabelecidas na ICVM 558.

regulamentação aplicável, de atuar com boa-fé, de manter toda a documentação relativa às operações com valores mobiliários que compõem a carteira do fundo e, por fim, de certificar-se que os ativos financeiros integrantes da carteira estejam devidamente custodiados.³⁰⁻³¹

Em suma, as responsabilidades e obrigações do administrador estão relacionadas à prestação de serviços direta ou indiretamente ligados ao funcionamento e à manutenção do fundo, como, por exemplo, os serviços de custódia, controladoria de ativos e passivos e, de maneira geral, à supervisão da higidez da gestão, sendo que o gestor é, em última análise, responsável pela tomada de decisão de investimentos "com vistas à obtenção dos melhores rendimentos ao patrimônio do fundo."³²

A CVM, por meio de suas instruções normativas mais recentes, tem buscado delinear mais precisamente as funções do administrador e do gestor. Entretanto, tendo em vista a multiplicidade de situações que demandam a participação conjunta do administrador e do gestor, é possível afirmar que em muitos casos ainda é tênue a linha que separa as responsabilidades do administrador e do gestor.

É importante destacar que neste capítulo não se buscou elencar exaustivamente todas as obrigações e/ou vedações aplicáveis ao administrador e ao gestor de fundos de investimento previstas na regulamentação vigente. Na verdade, buscou-se conceituar os fundos de investimento e o regime jurídico aplicável a tais veículos no Brasil e abordar de maneira geral o tratamento regulatório conferido ao administrador e ao gestor de fundos de investimento. Em seguida, após discorrer a respeito da aplicação do dever de diligência e do dever de lealdade aos referidos prestadores de serviços, passar-se-á à análise pormenorizada dos deveres e responsabilidades atribuídos pela regulamentação aplicável ao administrador e ao gestor de fundos de investimento.

³⁰ Artigo 16, ICVM 558.

³¹ Sobre a nova disciplina das regras de conduta que devem ser observadas pelo administrador de carteira de valores mobiliários introduzida pela ICVM 558, a autarquia destacou que: "o capítulo que trata das regras de conduta basicamente mantém o elevado padrão já exigido pela Instrução CVM nº 306, de 1999, com pontuais e significativos incrementos, destacando-se o princípio geral de boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos clientes, bem como a obrigação de agir de maneira pró-ativa diante de uma situação de conflito de interesses (art. 16)." (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM nº 14/2011 – Processo CVM RJ-2007-11580**. Disponível em: <www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm1411-relatorio.doc>. Acesso em: 09 out. 2016.)

³² OLIVA, Milena Donato. Indenização devida ao "Fundo de Investimento": qual quotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? In: **Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 1.314.

4 DEVERES E RESPONSABILIDADES DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Conforme introduzido no capítulo acima, ao atribuírem a responsabilidade pela gestão de seus recursos a terceiros qualificados para a administração de carteiras de valores mobiliários, os cotistas abrem mão de geri-los. Em outras palavras, as decisões quanto aos investimentos a serem realizados em benefício dos cotistas serão confiadas a prestadores de serviços especialmente contratados para tanto. Trata-se da relação fiduciária inerente às estruturas envolvendo fundos de investimento, conforme explicado acima. A consequência natural desta estrutura é a assimetria informacional presente entre o fiduciante e o fiduciário e a possibilidade de desvio e/ou abuso de poder³³ pelos terceiros contratados. Por esse motivo, surge a necessidade de se impor aos administradores e gestores de fundos de investimento determinados deveres e obrigações.³⁴

Ao discorrer sobre a relação fiduciária do administrador e do gestor em relação ao fundo e seus cotistas, Ruy Rosado defende que tal relação deve ser estritamente pautada pelo princípio da boa-fé consagrado no Código Civil, conforme se verifica abaixo:

O respeito ao princípio da boa-fé pelos administradores dos fundos (profissionais especializados) impõe-lhes redobrado dever de lealdade, informação e proteção, pois lhes incumbe não apenas evitar a frustração do objetivo perseguido como também impedir a perda de vantagens razoavelmente esperadas.³⁵

Neste mesmo sentido, Salomão Neto defende que:

A consequência de ser uma dada relação considerada fiduciária é a imposição de estritos deveres de cuidado e lealdade, ultrapassando a simples honestidade.³⁶

Vale ressaltar que estes deveres são fundamentais para que se preserve a higidez do mercado de capitais como um todo, pois funcionam como uma garantia ao investidor que pretende atribuir a um terceiro especializado a gestão e boa administração dos seus recursos.

³³ Tais práticas restam caracterizadas quando o fiduciário desconsidera "a finalidade social para o qual o direito subjetivo foi concedido" ou quando ocorre um desvio no exercício regular de um determinado direito "por faltar ao titular legítimo interesse para exercê-lo daquele modo". (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Conflitos de Interesses*. In: **Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989. p. 16)

³⁴ "*Fiduciary duties are linked to the definition of fiduciary relationships. The duties aim at reducing entrustors' risks. The first is posed by the entrustment of property or power to fiduciaries, and the fiduciaries' possible temptation to abuse the entrustment.*" (FRANKEL, Tamar. **Fiduciary Law**. New York: Oxford, [2-]. p. 10.)

³⁵ JÚNIOR, Ruy Rosado de Aguiar. Op cit. p. 294-295.

³⁶ SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: LTR, 1996. p. 43.

Em outras palavras, pode-se dizer que "as normas de conduta provenientes do Estado impondo deveres como o de lealdade e de diligência para o administrador-gestor são necessárias para minimizar o desequilíbrio de poder e conhecimento entre eles e o cotista."³⁷

Ressalta-se novamente que um dos objetivos deste trabalho consiste em analisar isoladamente os deveres e obrigações do administrador e do gestor de fundos de investimento, mas também verificar em que medida tais atribuições dialogam entre si. Este capítulo, e o presente trabalho de maneira geral, têm como foco analisar os deveres do administrador em relação à fiscalização dos atos do gestor por se tratar do ponto mais sensível e que suscita discussões, tanto no âmbito doutrinário, quanto regulatório.

Mais especificamente, o presente capítulo terá por objetivo descrever os principais deveres atribuídos pela regulamentação aplicável a estes prestadores de serviços, quais sejam o dever de diligência e o dever de lealdade. Em seguida, os deveres de diligência e de lealdade aplicáveis ao administrador e ao gestor de fundos de investimento serão analisados separadamente à luz das responsabilidades e obrigações de cada um destes prestadores de serviços em relação ao fundo, seus cotistas e aos órgãos reguladores.

4.1 Dever de Diligência

O dever de diligência é um dos princípios basilares do regime de responsabilização dos prestadores de serviços dos fundos de investimento, e, assim como os demais deveres e normas de conduta previstas na regulamentação aplicável, é imposto aos administradores e gestores de fundos de investimento em decorrência da relação fiduciária mantida entre estes com os cotistas.³⁸

Por ser um conceito abstrato, a extensão do dever de diligência "dependerá das circunstâncias e dos elementos do negócio jurídico em concreto, especialmente o seu objeto".³⁹ Ainda, conforme visão de Otavio Yazbek é interessante ressaltar que no sistema

³⁷ COELHO, Alexandre Ramos. **Indústria de Fundos de Investimento no Brasil: Um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimento.** 2015. p. 53. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13779/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Mestrado_ARCoelho_%2009.06.15_FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 29 out. 2016.

³⁸ Neste sentido, é importante destacar que a CVM, por meio da ICVM 555 e ICVM 558, consagra expressamente a obrigação de o administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, exercerem suas atividades com diligência e sempre buscando as melhores condições para o fundo e seus cotistas.

³⁹ TEPEDINO, Gustavo. **Novos Princípios Contratuais e Teoria da Confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers.** Disponível em: <<http://www.tepedino.adv.br/wp/wp-content/uploads/2012/09/biblioteca13.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2016.

jurídico brasileiro, o dever de diligência "abrange tanto atividades de gestão propriamente ditas quanto atividades de monitoramento ou de supervisão."⁴⁰

No âmbito empresarial, a verificação do cumprimento deste dever depende de uma análise pormenorizada das especificidades do caso concreto. Não obstante, a doutrina brasileira tem se esforçado para delinear as condutas e comportamentos que devem orientar os administradores⁴¹ no exercício de suas funções, com o objetivo de dar concretude ao dever de diligência. Inclusive, neste contexto, destaca-se o seguinte trecho do voto proferido pelo ex-diretor Eli Loria no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº 25/03:

Visando clarear o conteúdo do dever de diligência, diversos doutrinadores propuseram o seu desmembramento, de modo a caracterizar de forma um pouco mais detalhada as condutas razoáveis esperadas daqueles que exercem cargos de gestão em companhias, uma vez que a lei não indica, nem poderia indicar, quais atos o administrador deve realizar para alcançar os interesses sociais da companhia.⁴²

Não obstante se tratar de um conceito amplo, há certo consenso na doutrina brasileira de que o dever de diligência pode ser subdividido em ao menos três deveres principais, quais sejam: o dever de se informar, o dever de vigilância e o dever de fiscalização.⁴³

Em linhas gerais, o dever de se informar consiste no dever que o administrador tem de buscar as informações necessárias e suficientes para suportar suas decisões negociais no exercício de suas atribuições. Conforme ilustra Eli Loria, ex-diretor da CVM:

Os administradores possuem a obrigação de reunir o maior número de informações possíveis a respeito da matéria relacionada às decisões que pretendem adotar no sentido de cumprirem seu dever de bem administrar. Tal dever impe ao administrador a obrigação de buscar obter todas as informações necessárias ao desenvolvimento adequado dos negócios da companhia.⁴⁴

⁴⁰ YAZBEK, Otavio. Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 940.

⁴¹ Neste contexto e para fins do disposto nesta Seção 1, entende-se por "administradores", os administradores e gestores de fundos de investimento, bem como os membros do Conselho de Administração e diretores de sociedades anônimas. Caso a intenção seja se referir especificamente a administrador(es) de fundos de investimento, tal referência será feita de forma clara mediante o uso da expressão "administrador(es) de fundos de investimento."

⁴² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 25/03, Dir. Relator Eli Loria, julgado em 25 de março de 2008**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

⁴³ YAZBEK, Otavio. Op cit. p. 954.

⁴⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 08/05, Dir. Relator Eli Loria, julgado em 12 de dezembro de 2007**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20071212_PAS_082005.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

O dever de vigilância, por sua vez, impõe ao administrador a obrigação de desenvolver um sistema de controle capaz de gerar informações e de monitorar as atividades e operações mais importantes.⁴⁵ Ressalta-se que a análise do cumprimento do dever de vigilância deve ser pautada pelo princípio da razoabilidade, uma vez que uma interpretação diversa imputaria ao administrador uma obrigação de impossível cumprimento.⁴⁶ Neste sentido, Nelson Eizirik, em seus comentários ao artigo 153 da Lei 6.404, defende que "não se exige dos administradores a supervisão de cada uma das atividades desenvolvidas pela companhia, mas o acompanhamento geral dos negócios sociais e de suas políticas ou procedimentos internos."⁴⁷

Por fim, o dever de fiscalização consiste na obrigação de o administrador supervisionar os atos e atividades relevantes praticados por outros administradores, subordinados ou prestadores de serviços. Conforme reconhecido diversas vezes pela CVM, o dever de fiscalização "deve ser interpretado com moderação". Por este motivo, "essa monitoração, embutida no dever de diligência, não pode ser considerada fiscalização direta, mas ela, naturalmente, se consolida em outros mecanismos, inclusive de controles internos", que consistem, por exemplo, na criação de "comitês consultivos e uma série de outros mecanismos, regras e procedimentos".⁴⁸

Além dos deveres descritos acima, Flavia Parente defende que o "dever de se qualificar" para o exercício da função e o "dever de bem administrar" também devem ser considerados aspectos do dever de diligência do administrador.⁴⁹ Em outras palavras, na visão da autora, para que se possa qualificar um administrador como diligente, é necessário que ele observe os deveres de se informar, de vigilância e de investigar, bem como comprove que possui a competência profissional necessária para o exercício do cargo. Inclusive, tal

⁴⁵ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das companhias. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. In: YAZBEK, Otavio. Op cit. p. 951.

⁴⁶ Neste contexto, também é relevante destacar que o administrador tem o dever de investigar os fatos que chamem a sua atenção ou que sejam relacionados a temas importantes relacionados às sociedades anônimas e/ou aos fundos de investimento. Em linha com o exposto acima em relação ao dever de vigilância, "o dever de investigar apenas existiria quando houvesse alguma materialidade dos indícios e, ademais, quando o grau de esforço e a possibilidade de obtenção das informações justificassem os esforços". (YAZBEK, Otavio. Op cit. p. 951.)

⁴⁷ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada: artigos 121 a 188**. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, São Paulo, 2011. p. 356.

⁴⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 18/08, Dir. Relator Alessandro Broedel Lopes, julgado em 14 de dezembro de 2010**. Disponível em:< http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

⁴⁹ PARENTE, Flavia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 101-110.

entendimento foi corroborado no Processo Administrativo Sancionador n° RJ 25/03, conforme se verifica do seguinte trecho:

Entende-se, em geral, que o dever de diligência pode ser desmembrado em pelo menos cinco outros deveres relativamente distintos: dever de se qualificar, dever de bem administrar, dever de se informar, dever de investigar e dever de vigiar.

A jurisprudência norte-americana tem sido utilizada com bastante frequência pela CVM na análise de processos administrativos em que se discute o cumprimento do dever de diligência por parte de administradores, especialmente à luz do disposto no artigo 153 da Lei 6.404⁵⁰, o qual consagra o dever de diligência aplicável aos administradores de sociedades anônimas.⁵¹

Neste contexto, importante discorrer sobre a regra do *business judgement rule*, que parte da presunção de que os administradores agem de boa-fé e de forma independente e desinteressada, com conhecimento e informações adequados, acreditando que seus atos visaram a atender os melhores interesses da companhia.⁵²⁻⁵³ A referida regra estabelece *standards* de conduta e padrões de comportamento que devem ser observados pelos administradores como uma forma de objetivar a aplicação do dever de diligência aos casos concretos.⁵⁴

⁵⁰ Artigo 153, Lei 6.404. "O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios."

⁵¹ "Na ausência de decisões prévias ou de reflexões sobre o assunto no Brasil, a jurisprudência norte-americana pode servir como um bom subsídio, especialmente porque lá se procura extrair conceitos e regras a partir de casos concretos. Os casos de lá são muito parecidos com os daqui. O desfecho, no entanto, é diferente, muito mais em razão dos atores envolvidos (acionistas, Poder Judiciário e órgão regulador) do que das regras aplicáveis." (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2005/1443, Dir. Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 10 de maio de 2006.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

Neste sentido, ver ainda: Processos Administrativos Sancionadores n° 25/03, 21/04, 10/06 e 24/06.

⁵² EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime Jurídico.** 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 437-438.

⁵³ Conforme mencionado acima, a regra do *business judgement rule* tem sido amplamente aplicada pela jurisprudência norte-americana para avaliar se o dever de diligência do administrador foi observado no caso concreto. Sobre o conceito da regra do *business judgement rule*, ver a definição adotada pela Suprema Corte de Delaware no caso Aronson vs. Lewis (1984), um dos casos mais influentes a respeito da referida regra: "*The business judgment rule is (...) a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company. (...) Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts.*" (Disponível em: <<https://h2o.law.harvard.edu/collages/4289>>. Acesso em: 30 out. 2016.)

⁵⁴ CARVALHO, Gabriel. **O dever de diligência dos administradores de sociedade anônima.** [2-]. 26f. Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, do, Rio de Janeiro, 2-. Disponível em: <http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio_resumo2012/relatorios_pdf/ccs/DIR/JUR-Gabriel%20Carvalho.pdf>. Acesso em 30 out. 2016.)

A regra do *business judgement rule* "surge como sistema de não imputação da responsabilidade aos administradores que ajam nos conformes do dever de cuidado esperado, na direção dos planos e operações dos negócios da corporação."⁵⁵ Neste contexto, é importante ressaltar que:

A regra objetiva (...) evitar que os tribunais e os próprios sócios substituam os administradores em seu mister. Vale dizer, o juízo de oportunidade e conveniência de uma decisão empresarial não pode ser exercido por juízes ou por quaisquer outras pessoas – trata-se de prerrogativa exclusiva dos administradores, que, em razão de sua experiência e do acesso que têm a informações, estão mais habilitados do que os juízes e os próprios acionistas a tomar quaisquer decisões referentes à companhia.⁵⁶

No Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/1443, em linha com o entendimento adotado pela jurisprudência norte-americana, a CVM esclareceu que em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário deve se preocupar apenas com o processo que levou à decisão e não com o mérito da decisão negocial. Trata-se de conferir ao administrador uma proteção necessária para que este possa exercer as suas funções de forma mais eficaz, inovadora, e, ao mesmo tempo, se atentando aos seus deveres legais. Na visão da CVM, para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios:

- (i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;
- (ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis consequências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e
- (iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (*duty of loyalty*).⁵⁷

⁵⁵ CINTRA, Antonio Carlos Fontes. Responsabilidades dos administradores perante a má fortuna do negócio e *business judgement rule*. In: **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo: Revista dos Tribunais, Vol. 58, p. 54, out./dez. 2012.

⁵⁶ PARENTE, Flávia. Op cit. p. 72.

⁵⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/1443, Dir. Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 10 de maio de 2006**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

Vale ressaltar que a regra do *business judgement rule* não pode ser aplicada a toda e qualquer situação, devendo ser invocada na proteção do administrador somente na medida em que este atuou dentro de suas atribuições, sem abuso de poder ou discricionariedade. Neste sentido, Nelson Eizirik explica:

A regra da decisão empresarial, que isenta de responsabilidade o administrador, é aplicável uma vez atendidos cumulativamente os seguintes requisitos: (i) deve ter ocorrido uma decisão, não estando protegidas pela regra as condutas omissivas, exceto se resultantes de uma decisão de não tomar qualquer medida; (ii) os administradores não podem ter qualquer interesse financeiro ou pessoal na matéria, ou seja, não se aplica a regra se estiverem em situação de conflito de interesses; (iii) os administradores devem estar bem informados antes de tomarem a decisão, isto é, atuando de forma diligente; (iv) os administradores devem estar perseguindo o interesse social; (v) a atuação dos administradores deve ter ocorrido no âmbito de seus poderes legais e estatutários; e (vi) os administradores devem estar atuando de boa-fé.⁵⁸

4.2 Dever de Lealdade

O dever de lealdade é um dos deveres mais importantes consagrados pelo ordenamento jurídico brasileiro e exige do administrador⁵⁹ uma atuação de boa-fé na condução de suas funções e prerrogativas. Trata-se de um princípio geral de conduta. Assim como o dever de diligência, o dever de lealdade é imposto aos administradores e gestores de fundos de investimento em decorrência da relação fiduciária mantida entre estes com o fundo e seus cotistas.⁶⁰

O dever de lealdade tem sido objeto de diversos estudos pela doutrina especializada. A discussão sobre a extensão e aplicabilidade do dever de lealdade também tem estado presente em diversas decisões da CVM. Verifica-se que a Lei 6.404, aplicável às sociedades anônimas,

⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vol 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 417.

⁵⁹ Neste contexto e para fins do disposto nesta Seção 2, entende-se por "administradores", os administradores e gestores de fundos de investimento, bem como os membros do Conselho de Administração e diretores de sociedades anônimas. Caso a intenção seja se referir especificamente a administrador(es) de fundos de investimento, tal referência será feita de forma clara mediante o uso da expressão "administrador(es) de fundos de investimento."

⁶⁰ Neste sentido, importante lembrar que a ICVM 555 e a ICVM 558 dispõem que o administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação estão obrigados a atuar com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, "evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida e, diante de uma situação de conflito de interesses, informar ao cliente que está agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito" (artigo 2º, parágrafo 4º da ICVM 558).

assim como o fez no caso do dever de diligência, optou por adotar um conceito aberto de dever de lealdade.⁶¹⁻⁶² Conforme destaca Fran Martins:

Os fatos citados nos n. I, II e III [do artigo 155 da Lei 6.404] são meramente exemplificativos; naturalmente, dentro dos poderes que o administrador possuir, muitos outros podem ser por ele praticados, em decorrência da função que desempenha na sociedade, e que sejam prejudiciais a esta.⁶³

Pode-se afirmar que o dever de lealdade é um dos pilares do dever fiduciário do administrador enquanto gestor de negócios que envolvem capital de terceiros, pois visa preservar a atuação honesta do administrador. Conforme já mencionado acima, a relação fiduciária pressupõe uma relação de confiança, devendo o administrador conduzir as atividades a ele confiadas com o zelo que teria na gestão dos seus próprios negócios, sendo vedado ao administrador utilizar-se do cargo que ocupa para obter quaisquer benefícios para si ou para outrem.

A atuação do administrador deve ser sempre pautada pelo princípio da boa-fé e orientada no melhor interesse da companhia ou do fundo de investimento e de seus respectivos acionistas ou cotistas, conforme o caso.⁶⁴ O dever de lealdade requer uma atenção permanente do administrador no exercício de seu dever fiduciário, de modo que a regulamentação vigente impõe ao administrador a obrigação de atuar com zelo e cuidado em toda e qualquer situação que envolva a gestão de recursos de terceiros.

Na visão de Modesto Carvalhosa:

O que caracteriza o dever de lealdade – sempre no âmbito de dever fiduciário – é que a configuração do dano à companhia não é um requisito essencial para a responsabilização do administrador que falta à observância desse princípio. A simples conduta desleal, em si, basta para a configuração da responsabilidade administrativa sancionável. Isto porque a inobservância do dever de lealdade não pode ser reparada com a mera compensação de

⁶¹ Artigo 155, Lei 6.404. "O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir."

⁶² "A nossa lei de 1976, ao adotar o *standard of loyalty*, reproduziu várias hipóteses de violação colhidas da *common law*. Por se tratar de padrão normativo, os casos que enumera são enunciativos. Consequentemente, outras formas ou hipóteses efetivas de infringência do princípio da lealdade podem ser capituladas e declaradas pelo juiz e pela Comissão de Valores Mobiliários." (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4ª ed. Vol III. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 301. In: CARVALHO, Gabriel. Op cit.)

⁶³ MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. Vol 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 383.

⁶⁴ Neste sentido, Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto elucida que "dentro do dever de lealdade está inserida a obrigação de o administrador agir com boa-fé e para fins legítimos, devendo atuar sempre honestamente no exercício de suas atribuições e no desempenho dos deveres de seu cargo." (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada**. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 453.)

eventuais danos daí decorrentes, na medida em que constitui quebra de confiança, que não convalesce ou se substitui materialmente.⁶⁵

Vale ressaltar que não se deve confundir o dever de lealdade com o dever de diligência. Trata-se de deveres complementares e que são essenciais para a boa condução de negócios envolvendo recursos de terceiros, uma vez que impõem ao administrador determinadas obrigações que devem ser observadas no exercício de suas funções. O administrador que atua de forma leal e honesta no âmbito da companhia ou do fundo de investimento toma decisões negociais de forma desinteressada, e, portanto, preenche um dos requisitos necessários para o cumprimento de seu dever de diligência.⁶⁶ Sendo assim, o dever de lealdade está intimamente relacionado com o conceito de decisão desinteressada, que compõe um dos elementos essenciais para a caracterização da devida diligência no âmbito da atuação do administrador.

A CVM já teve oportunidade de se manifestar a respeito da aplicação do dever de diligência e do dever de lealdade a casos concretos. Na visão da autarquia, não há violação ao dever de diligência quando o administrador toma uma decisão que seja informada, refletida e desinteressada. Não obstante, quando a decisão não for desinteressada, aplicam-se as regras do dever de lealdade, a partir das quais é possível analisar o mérito da decisão negocial tomada pelo administrador, caso em que o ônus da prova da legitimidade e justeza do ato passa a ser de quem agiu sem observância do dever de lealdade.⁶⁷ Nessas hipóteses, o administrador que não conseguir comprovar que a decisão negocial teve como fundamento o melhor interesse do fundo de seus cotistas ou da companhia e de seus acionistas, conforme o caso, restará caracterizada a violação ao dever de diligência.

Em outras palavras, "a revisão da diligência de um administrador, quando não há falta de dever de lealdade, é, essencialmente, uma revisão sobre o processo de tomada de decisão"⁶⁸, ou seja, "é, essencialmente, uma revisão de cunho substancial (e não meramente

⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: arts. 138 a 205**. Vol. 3. 5ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 348.

⁶⁶ Vale lembrar que de acordo com a regra da decisão negocial (*business judgement rule*), reconhecida e aplicada pela CVM em diversos processos administrativos sancionadores, a exclusão da responsabilidade do administrador no que tange ao cumprimento de seu dever de diligência somente ocorrerá se a decisão negocial for informada, refletida e desinteressada.

⁶⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 21/04, Dir. Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 15 de maio de 2007**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf>.

Acesso em: 09 out. 2016.

⁶⁸ Ibidem.

formal) do processo de tomada de decisão."⁶⁹ Por outro lado, quando o administrador é parte interessada na decisão, "o padrão de exigência muda completamente", devendo ser aplicado o artigo 155 em detrimento do artigo 153 da Lei 6.404.⁷⁰⁻⁷¹

4.3 Deveres e Responsabilidades do Administrador de Fundos de Investimento

Nos termos da ICVM 555, o administrador de fundo de investimento é o responsável pela prática de todos os atos necessários à administração do fundo.⁷² Conforme introduzido acima, compete ao administrador exercer as atividades necessárias para o regular funcionamento do fundo, sendo responsável por prestar as informações exigidas pela regulamentação aplicável à CVM e aos cotistas do fundo, observar as disposições constantes do regulamento, contratar prestadores de serviços em nome do fundo e, inclusive, fiscalizá-los. A administração da carteira do fundo pode ficar a cargo do administrador ou de terceiros devidamente habilitados contratados por àquele em nome do fundo.⁷³

Nos casos em que a gestão da carteira de valores mobiliários é delegada a terceiros contratados especialmente para tal fim, a análise da extensão da responsabilidade do administrador em relação aos atos de gestão praticados pelo gestor requer maior cautela. Neste contexto, é fundamental destacar que a ICVM 555 exige que o contrato firmado entre o administrador e o prestador de serviços responsável pela gestão da carteira do fundo contenha cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador e o terceiro contratado por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.⁷⁴ Esta exigência regulatória traz implicações significativas na análise dos deveres e responsabilidades do administrador,

⁶⁹ SANTOS, Alexandre. Deveres e responsabilidades de membros de conselhos de administração perante a CVM. In: **SEMINÁRIO DEST/MPOG**, 22 de setembro de 2015. Disponível em: <http://www.apimecsul.com.br/downloads/palestra_papel_conselheiro.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁷⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/1443, Dir. Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 10 de maio de 2006**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2016.

⁷¹ Destaca-se que tal entendimento foi adotado na análise do cumprimento do dever de diligência por administradores de sociedade anônima. Entretanto, o racional exposto pela CVM pode ser igualmente aplicado no âmbito de fundos de investimento, tanto para o caso do administrador, quanto para o caso do gestor.

⁷² Artigo 80, ICVM 555. "O administrador, observadas as limitações legais e as previstas nesta Instrução, tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo de investimento, sendo responsável pela constituição do fundo e pela prestação de informações à CVM na forma desta Instrução e quando solicitado.

⁷³ No presente trabalho, para fins da análise dos deveres e responsabilidades dos administradores e gestores de fundos de investimento, parte-se do pressuposto de que tais serviços são prestados por dois prestadores de serviços distintos, sendo ambos devidamente habilitados para o exercício de suas respectivas funções nos termos da regulamentação aplicável."

⁷⁴ Artigo 79, parágrafo 2º, ICVM 555.

especialmente no que tange ao seu dever de fiscalizar os atos praticados pelo gestor na condução dos investimentos do fundo.

O fato de o administrador contratar terceiro para prestar os serviços de gestão ao fundo não o isenta de responsabilidade quanto à fiscalização dos atos de gestão profissional dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo. Em última instância, não se pode esquecer que nos termos da ICVM 555 o administrador diligente sempre terá a obrigação de verificar se o disposto no regulamento do fundo e na regulamentação aplicável está sendo observado, inclusive pelos prestadores de serviços contratados pelo fundo.⁷⁵ Aliás, a efetiva fiscalização dos atos do gestor é recomendável uma vez que ambos respondem solidariamente pelos prejuízos causados ao fundo e aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.⁷⁶

Sobre a possibilidade de delegação dos serviços de gestão pelo administrador, desde que observada a contratação com cláusula de solidariedade, a CVM explica que:

O que a norma do § 2º do art. 57 [da ICVM 409]⁷⁷ fez foi criar um requisito para o exercício da faculdade de contratação de um gestor, pelo administrador, faculdade regularmente concedida pela Instrução. Tal requisito consiste na contratação com cláusula de solidariedade civil em favor dos cotistas, entre administrador e gestor. Ou seja: o administrador, que é civilmente responsável, pode transferir a outrem parte de suas funções, mas deve conservar sua responsabilidade integral.⁷⁸

Em razão da delegação a terceiros dos serviços de gestão de carteira de valores mobiliários pelo administrador, o administrador responde pela culpa *in elegendo* e *in vigilando*⁷⁹ decorrente dos danos causados pelo gestor contratado. Neste contexto, assume especial relevância a necessidade de o administrador diligente se certificar que o terceiro

⁷⁵ Artigo 90. "Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: X – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo."

⁷⁶ Neste sentido, Rogério Monteiro explica que "esta responsabilidade solidária, como a própria instrução estabelece, está limitada aos eventuais prejuízos causados aos cotistas em razão do descumprimento pelo contratado das normas expedidas pela CVM ou em decorrência de sua conduta contrária à lei. E sendo essa solidariedade, no caso, derivada da convenção entre as partes contratantes do serviço, seus efeitos são regulados pelo ordenamento civil." (MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do Administrador dos Fundos de Investimento. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. n.º 30. p. 290. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.)

⁷⁷ Atual artigo 79, parágrafo 2º da ICVM 555.

⁷⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/9245, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16 de janeiro de 2007**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070116_PAS_RJ20059245.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

⁷⁹ "A culpa do responsável consiste em não haver exercido, como deveria, o dever de vigiar, de fiscalizar (culpa *in vigilando*), ou de não haver retirado do serviço ou de haver aceito quem não podia exercer com toda correção o encargo (culpa *in elegendo*)." (CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de Responsabilidade Civil**. São Paulo: Malheiros Editores, 1997. p. 113.)

contratado para gerir a carteira do fundo de investimento possui capacidade e conhecimento técnico suficientes para assumir tal função.⁸⁰

É importante ressaltar que o cumprimento do dever de diligência do administrador se dará de forma distinta do cumprimento do dever de diligência pelo gestor. Tal afirmação decorre do fato de que a regulamentação aplicável atribui diferentes deveres e atribuições a ambos. As atuações do administrador e do gestor devem ser complementares e regidas por uma lógica que se assemelha ao conceito de "freios e contrapesos". Vale lembrar ainda que do conceito de dever de diligência pode-se depreender deveres distintos, a depender do contexto no qual é aplicado, podendo possuir tanto um conteúdo mais gerencial, aplicável especialmente ao gestor de carteiras, quanto um conteúdo mais supervisorio ou fiscalizatório, aplicável especialmente ao administrador de fundos de investimento.⁸¹

Inclusive, a possibilidade de o conceito de dever de diligência possuir diferentes dimensões a depender do caso concreto no qual está sendo verificado seu cumprimento, a CVM reconheceu que:

O conteúdo do dever de diligência possui duas naturezas distintas: uma de cunho negocial, sujeita ao teste da *business judgement rule*; e outra de natureza fiscalizatória, sujeita a uma análise de razoabilidade e de adequação. Isto significa que, (...) o cumprimento do dever de constituir controles internos adequados e eficientes não se confunde com a tomada de decisões protegidas pela *business judgement rule*.⁸²

O dever de diligência do administrador de fundos de investimento é regra que fundamenta o seu padrão de comportamento no desempenho de suas funções, compreendendo tanto o dever de atuar conforme os interesses do fundo e de seus cotistas, quanto o dever de

⁸⁰ Apesar de ser destinado a administradores de companhias abertas, a seguinte orientação extraída do manual "A Responsabilidade dos Administradores e o Dever de Diligência", elaborado por membros do GT Interagentes, pode ser aplicada nos casos de delegação dos serviços de gestão pelo administrador de fundos de investimento: "é esperado que o administrador, antes de delegar tarefas, (i) certifique-se da capacidade técnica e da aptidão da pessoa a quem pretende delegá-las e, (ii) uma vez delegadas as tarefas, mantenha-se atento ao enquadramento dos atos praticados por meio da delegação aos limites estabelecidos. (...) O conceito de culpa, no entanto, também pode ser aplicado à eleição dos profissionais a quem o administrador delega tarefas, assim como à vigilância exercida sobre a execução dos trabalhos por eles realizados (culpa "in elegendo" e culpa "in vigilando")." (GT INTERAGENTES. **A responsabilidade dos administradores e o dever de diligência**. [São Paulo]: GT Interagentes, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GT_Interagentes_Responsabilidade_Administradores.pdf>. Acesso em: 30 out. 2016)

⁸¹ "A rigor, estes difeririam entre si não apenas em razão do tipo de cuidado requerido dos administradores, mas também em razão da forma pela qual se apura, em cada caso, a legitimidade do comportamento destes." (YAZBEK, Otavio. Op cit. p. 944.)

⁸² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 24/06, Dir. Relator Otavio Yazbek, julgado em 18 de fevereiro de 2013**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130218_PAS_242006.pdf>. Acesso em 30 out. 2016. Ver ainda Processo Administrativo Sancionador nº RJ 19/05.

monitorar as atividades dos terceiros por ele contratados. O dever de diligência dos administradores de fundos de investimento pode ser construído a partir da análise do conceito de dever de diligência explorado acima, aplicável principalmente aos administradores das sociedades anônimas.

O dever de se informar, que compõe o conceito de dever de diligência, corresponde à obrigação que o administrador tem de sempre buscar as informações necessárias para cumprir os seus deveres e atribuições nos termos da regulamentação aplicável. De igual modo, é importante ressaltar que a omissão na busca de informações configura falta de diligência por parte do administrador. Para cumprir esse dever de se informar, o administrador deve reunir o maior número de informações possível a respeito da matéria relacionada às decisões que pretende adotar. Inclusive, com vistas a cumprir seu dever de diligência, o administrador tem a obrigação de buscar todas as informações que razoavelmente julgar necessárias do terceiro que pretende contratar para prestar os serviços de gestão ao fundo. Espera-se do administrador diligente que, antes da contratação, se informe a respeito do potencial gestor de modo a assegurar que se trata de profissional de bom renome, competência e credibilidade no mercado. Conforme visto acima, uma vez que o administrador responde pela culpa *in eligendo* quanto à contratação do gestor, é importante que ele seja diligente na escolha do gestor e na fiscalização de suas atividades. Trata-se de obrigações importantes, pois o administrador diligente terá mais facilidade para demonstrar a culpa exclusiva do gestor em caso de eventual questionamento pela CVM ou pelos cotistas do fundo.

No entanto, conforme ressaltado acima, a busca por informações deve ser orientada pelo princípio da razoabilidade, não se exigindo do administrador a busca de toda e qualquer informação que o gestor ou o mercado disponham, sendo perfeitamente legítimo exigir que o administrador busque obter somente as informações que julgar relevantes para o cumprimento de seu dever de diligência e de fiscalização dos atos do gestor nos termos da regulamentação aplicável.

O administrador também tem o dever de investigar se os fatos e informações a ele fornecidas pelo gestor ou terceiros são verdadeiros, confiáveis e suficientes.⁸³ Neste contexto,

⁸³ A aplicação do princípio da razoabilidade neste caso garante aos administradores o direito de confiar nas informações prestadas por terceiros. Entretanto, conforme ressaltado pela CVM, "o administrador tem o dever de se informar e não pode confiar de forma irrestrita nem nos relatórios elaborados internamente e nem nos consultores contratados, cabendo verificar se as informações apresentadas são suficientes". (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 25/03, Dir. Relator Eli Loria, julgado em 25 de março de 2008.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.)

e conforme vem sendo reconhecido pela CVM, a atuação diligente do administrador pode ser verificada através da adoção do seguinte parâmetro:

O dever de investigar, como corolário do dever de diligência, impõe aos administradores o dever de analisar criticamente as informações que lhes são fornecidas e, mais do que isso, apurar se tais informações merecem ser complementadas.⁸⁴

Como regra geral, o administrador pode e deve amparar-se nas informações que lhe são fornecidas por profissionais confiáveis, devendo somente investigá-las caso haja algum sinal de alerta que o faça desconfiar da veracidade das informações disponibilizadas.⁸⁵ A omissão do administrador diante da existência de circunstâncias de alerta implica na violação do seu dever de diligência. Especificamente no caso da obrigação do administrador de fundos de investimento, a CVM se posicionou no sentido de que:

Os deveres fiduciários dessas instituições [administradoras] abrangem a obrigação de, diante de determinados sinais de alerta (*red flags*), proceder a análises mais detalhadas sobre o cumprimento ou não da regulamentação em vigor e dos documentos do fundo por parte das gestoras.⁸⁶

O dever de vigilância consiste na obrigação que o administrador tem de acompanhar os negócios realizados pelo gestor e está amplamente relacionado ao dever de fiscalização do administrador. Tal obrigação decorre do fato de que "ao zelar pelos recursos a ele confiados pelos cotistas, o administrador deve se certificar de que o gestor atua de acordo com a regulamentação vigente e com o regulamento do fundo."⁸⁷ Neste contexto, a ICVM 555 estabelece que compete ao administrador diligenciar para que sejam exercidos todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo.⁸⁸

Referido dever exige que o administrador tenha procedimentos capazes de efetivamente monitorar as atividades do gestor, e inclusive apontar a ocorrência de sinais de alerta (*red flags*). Para bem cumprir seu dever de vigilância, o administrador diligente deve manter um sistema de comunicação e de troca de informações eficiente com o gestor através

⁸⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 18/08, Dir. Relator Alexandro Broedel Lopes, julgado em 14 de dezembro de 2010.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

⁸⁵ Ibidem.

⁸⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ2012/12201, Dir. Relatora Luciana Dias, julgado em 4 de agosto de 2015.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150804_PAS__RJ201212201.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

⁸⁷ Ibidem.

⁸⁸ Artigo 92, inciso II, ICVM 555.

da realização de reuniões e solicitação de envio de relatórios periódicos a respeito da carteira do fundo e das principais decisões de investimento tomadas pelo gestor, por exemplo. O administrador pode exigir também que o gestor envie, sempre que solicitado, os principais documentos e informações relativos aos ativos do fundo. O efetivo monitoramento dos atos praticados pelo gestor evidencia o cuidado e diligência da conduta do administrador, podendo servir inclusive como excludente de sua responsabilidade. Vale ressaltar, entretanto, que a regulamentação aplicável não exige que o administrador fiscalize previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, "muito menos que exerça juízo prévio de valor dos títulos e/ou valores mobiliários que são selecionados pelo gestor."⁸⁹

No Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/6987, em linha com o racional acima exposto, ao analisar o papel do administrador no que tange à fiscalização dos atos do gestor, a CVM entendeu que:

Em se tratando de fundo com gestão terceirizada, compete ao gestor verificar, antes de realizar operações em nome do fundo, a adequação das mesmas à política do fundo, seu regulamento, e aos limites impostos pela Instrução CVM nº 409/04, e ao administrador realizar essa mesma verificação, a posteriori.⁹⁰ (*grifo nosso*)

Ainda, reconheceu-se que:

A função fiscalizadora do administrador se restringe à adequação dos atos do gestor às regras do regulamento do fundo e às demais normas vigentes, não entrando no mérito de seus atos. Caso assim não fosse, se estaria imputando ao administrador a obrigação de rever todos os atos do gestor, o que consiste em uma obrigação desprovida de razoabilidade e de impossível cumprimento.⁹¹⁻⁹²

⁸⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10/2013, de 18 de outubro de 2013**. Disponível em:< http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Oficio-Circular_CVM-SIN-N-%C2%A610-2013.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

⁹⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/6987, Dir. Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 13 de agosto de 2013**. Disponível em:< http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130813_PAS_RJ20126987.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016. No referido processo administrativo sancionador, estabeleceu-se ainda que o administrador diligente deve ser "capaz de verificar, através de seus sistemas de supervisão, o desenquadramento dos fundos que administra tão logo suas operações sejam liquidadas."

⁹¹ Ibidem.

⁹² Neste mesmo sentido, em relação ao dever de fiscalização dos administradores de sociedades anônimas, Nelson Eizirik defende que "não se exige dos administradores a supervisão de cada uma das atividades desenvolvidas pela companhia, mas o acompanhamento geral dos negócios sociais e de suas políticas ou procedimentos internos." Tal entendimento pode ser igualmente aplicável no âmbito de fundos de investimento, servindo como importante parâmetro para a atuação do administrador diligente em relação aos atos do gestor. (EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada: artigos 121 a 188**. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 356.)

Conforme mencionado acima em relação ao dever de lealdade, o administrador de fundos de investimento tem a obrigação de priorizar os interesses dos cotistas em toda e qualquer situação relacionada à administração do fundo. Neste sentido, diversas condutas devem ser adotadas pelo administrador com vistas ao cumprimento do seu dever de lealdade para com o fundo e seus cotistas. Pode-se citar, por exemplo, que o administrador tem o dever de (i) evitar conflitos de interesses, bem como informar aos cotistas caso seja verificado uma situação de conflito, (ii) não auferir lucros em prejuízo ao fundo e seus cotistas⁹³, e (iii) manter sigilo em relação às informações obtidas em decorrência da função exercida.⁹⁴

Mário Tavernard Martins de Carvalho ilustra que a violação do dever de lealdade por parte de administradores de fundos de investimento pode ser verificada a partir da análise do Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/9701, por meio do qual um administrador foi responsabilizado por ter deixado de repassar ao fundo de investimento que ele administrava valores recebidos a título de devolução de corretagem de operações intermediadas no âmbito da bolsa de valores. Este caso exemplifica uma das formas possíveis de violação ao dever de lealdade, conforme listadas no parágrafo acima, na medida em que o administrador recebia para si os valores que deveriam ser repassados ao fundo e, portanto, auferia lucros em prejuízo ao fundo e seus cotistas.⁹⁵

Por fim, vale ressaltar que a importância do dever de diligência e do dever de lealdade do administrador de fundo de investimento é destacada pela CVM nos termos abaixo:

Os deveres de diligência e lealdade atribuídos aos administradores de fundo refletem a expectativa dos cotistas de que seus recursos serão aplicados visando exclusivamente seus interesses, razão pela qual os administradores devem conduzir os negócios como se fossem seus, atuando de forma diligente e leal, como se espera de um homem ativo e probo.⁹⁶

4.4 Deveres e Responsabilidades do Gestor de Fundos de Investimento

Conforme introduzido acima, a ICVM 555 estabelece que compete ao gestor negociar e contratar os valores mobiliários em nome do fundo, firmar contratos relativos à negociação

⁹³ Neste sentido, a ICVM 555 estabelece que o administrador tem a obrigação de "transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição" (artigo 92, parágrafo 1º).

⁹⁴ COELHO, Alexandre Ramos. Op cit. p. 58. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13779/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Mestrado_ARCoelho_%2009.06.15_FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 20 out. 2016.

⁹⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Op cit. p. 131.

⁹⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/4068, Dir. Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 26 de abril de 2016**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160426_PAS_RJ20144608.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

de tais títulos e exercer o direito de voto decorrente da titularidade desses ativos. Ainda, a referida instrução normativa prevê que o gestor deve diligenciar para que sejam exercidos todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo.⁹⁷

A ICVM 558, que regula o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, estabelece ainda que o gestor deve cumprir fielmente o regulamento do fundo, manter atualizada e à disposição dos cotistas toda a documentação relativa às operações com valores mobiliários integrantes da carteira do fundo e prestar informações aos cotistas a respeito da política de investimento e da carteira do fundo na forma estabelecida contratualmente (artigo 16). A referida instrução normativa também reforça os deveres de diligência e de lealdade que devem orientar o exercício das funções do gestor.⁹⁸

De forma resumida, a gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo de investimento consiste na:

Escolha e na negociação – conforme a política de investimentos adotada – dos títulos e valores mobiliários que compõem o portfólio do fundo. Por isso, a rentabilidade e o resultado de um fundo de investimento estão estreitamente associados à competência do gestor.⁹⁹

Em linha com o trecho transcrito acima, o retorno do investimento realizado pelos cotistas através do fundo dependerá principalmente da capacidade que o gestor tem de bem administrar os recursos que foram a ele confiados e selecionar ativos que reflitam os objetivos de investimento dos cotistas, à luz do risco compatível com a política de investimento do fundo.¹⁰⁰ A CVM já se manifestou sobre a importância de os prestadores de serviços do fundo observarem os limites de composição e concentração de carteira previstos na política de investimentos do fundo, conforme se verifica da leitura abaixo:

Uma vez inserido um limite no regulamento, ele deve ser respeitado pelo gestor e fiscalizado pelo administrador. Entender diferentemente significaria (...) entender que os limites previstos no regulamento não precisam ser respeitados.¹⁰¹⁻¹⁰²

⁹⁷ Artigo 92, inciso II, ICVM 555.

⁹⁸ Neste sentido, o artigo 16, ICVM 558 dispõe que "o administrador de carteira de valores mobiliários deve: I – exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes" e o artigo 2º, parágrafo 4º estabelece que "o gestor deve exercer suas atividades de consultoria com lealdade em relação aos seus clientes, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida e, diante de uma situação de conflito de interesses, informar ao cliente que está agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de prestar a consultoria."

⁹⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Op cit. p. 107.

¹⁰⁰ Inclusive, a ICVM 558 estabelece em seu artigo 16, inciso II, que é dever do gestor buscar atender aos objetivos de investimentos dos cotistas do fundo.

¹⁰¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2011/4517, Dir. Relator Otavio Yazbek, julgado em 17 de dezembro de 2013.** Disponível

Diante do exposto, é possível afirmar que o gestor, apesar de ter discricionariedade para negociar e contratar os ativos¹⁰³ que julgar mais rentáveis e adequados aos objetivos dos cotistas, não poderá desconsiderar os interesses e orientações transmitidas direta ou indiretamente (por meio dos objetivos do fundo consagrados em seu regulamento) pelos cotistas, muito menos as regras previstas na regulamentação aplicável. Não se pode esquecer que é importante para a higidez do mercado de capitais a existência de normas que parametrizam, orientam e limitam a atuação dos prestadores de serviços contratados para gerir recursos de terceiros.

É justamente neste contexto que os deveres atribuídos pela regulamentação aplicável aos gestores de fundos de investimento ganham especial relevância. Assim como o administrador de fundos de investimento, o gestor deve agir com probidade, diligência, transparência e lealdade aos cotistas. Ainda, vale destacar que a ICVM 558 estabelece que é vedado ao administrador de carteiras de valores mobiliários "negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do cliente".¹⁰⁴ É importante ressaltar que o risco de prejuízo é inerente às atividades desempenhadas por fundos de investimento, de modo que o gestor não possui a obrigação de garantir lucros ao fundo e seus cotistas (e, neste aspecto, nem mesmo o administrador possui tal obrigação). Trata-se de uma obrigação de meio, e não uma obrigação de resultado.¹⁰⁵ Dessa forma, o gestor não pode ser responsabilizado por eventuais prejuízos sofridos pelos cotistas e por maus resultados do

em:<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131217_PAS_RJ20114517.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

¹⁰² Trata-se de uma obrigação "de indiscutível importância para o regular funcionamento do Fundo e para a segurança dos seus cotistas," de maneira que "da Gestora um constante monitoramento sobre o seu cumprimento." (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/4068, Dir. Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 26 de abril de 2016**. Disponível em:<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160426_PAS_RJ20144608.pdf>. Acesso em: 30 out. 2016.)

¹⁰³ A referida discricionariedade é essencial para a expansão e o fortalecimento dos fundos de investimento no Brasil. Trata-se de um requisito inerente à indústria de fundos, que são constituídos com o objetivo de se delegar a realização de investimentos a terceiros com expertise e capacidade técnica.

¹⁰⁴ Artigo 17, inciso VIII, ICVM 558.

¹⁰⁵ Para melhor compreensão do tema, é importante distinguir os conceitos de "obrigação de meio" e "obrigação de resultado". Conforme leciona Fabio Konder Comparato, "tratando-se de uma obrigação de meios, o devedor só será responsável na medida em que se provar não a falta de resultado (que não entra no âmbito da relação), mas a total ausência do comportamento exigido, ou um comportamento pouco diligente e leal. (...) Já na obrigação de resultado, a problemática se simplifica, pois só se considera adimplida a prestação com a efetiva produção do resultado." (*grifo nosso*) (COMPARATO, Fábio Konder. *Obrigação de meios, de resultado e de garantia*. In: WALD, Arnoldo (Org.). **Doutrinas essenciais de direito empresarial**. Vol. 4. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 77.)

fundo, desde que este seja gerido em conformidade com as regras aplicáveis e em observância ao disposto no regulamento.¹⁰⁶⁻¹⁰⁷

Em outras palavras, na administração de carteiras de valores mobiliários o gestor está obrigado a cumprir todas as disposições do regulamento do fundo e das normas aplicáveis. Em sendo isto feito, ele não poderá ser responsabilizado por eventual ausência de lucro ou, ainda, por qualquer prejuízo sofrido pelo fundo e/ou seus cotistas.¹⁰⁸

Vale destacar que este é o entendimento do Superior Tribunal de Justiça a respeito do tema, conforme se extrai da leitura do trecho da ementa abaixo:

Não fica caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa de máxima obtenção de lucro. Não pode ser considerado defeituoso serviço que não garante resultado (ganho) financeiro ao consumidor.¹⁰⁹ (*grifo nosso*)

Diante do exposto, é possível afirmar que o gestor diligente deve agir de boa-fé e de forma independente e desinteressada, com conhecimento e informações adequados. Qualquer

¹⁰⁶ Inclusive, vale destacar que a obrigação de meio dos administradores de fundos de investimento foi reconhecida pelo Superior Tribunal de Justiça, no REsp 1.003.893/RJ, conforme se verifica da leitura da ementa do respectivo recurso: "RECURSO ESPECIAL - OFENSA AO ART. 535 DO CPC - INEXISTÊNCIA - INVESTIMENTO EM FUNDOS DERIVATIVOS - RISCO DA APLICAÇÃO - CONHECIMENTO DO CONSUMIDOR-PADRÃO - VIOLAÇÃO DO DIREITO DE INFORMAÇÃO - INEXISTÊNCIA - RECURSO IMPROVIDO. (...) 2. O fornecedor de serviços que causem riscos, normais e previsíveis, aos consumidores, tem o dever de dar as informações necessárias e adequadas a seu respeito, ou seja, acerca da natureza e fruição dos serviços, considerando, para tanto, o conhecimento do homem médio, consumidor-padrão. 3. No investimento em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar-americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, como para perdas consideráveis. Aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados, estão cientes dos riscos do negócio." (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1.003.893/RJ. Relator: Massami Uyeda. Julgado em 10 de agosto de 2010. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 15 nov. 2015). O entendimento adotado pelo Superior Tribunal de Justiça no referido recurso especial é igualmente aplicável aos gestores de fundos de investimento.

¹⁰⁷ "Na espécie, discute-se a responsabilidade da instituição bancária e o investidor, tendo em vista aplicações em fundos de investimento, mediante contrato celebrado entre ambos. Os contratos geram obrigações civis, com a exigibilidade da prestação e o direito de repetição em relação ao pagamento indevido. (...) 14. O conjunto de fatores aqui reunidos mostra não ter ocorrido descumprimento do dever de diligência pelo BACEN, CVM ou BANESPA, sendo do conhecimento do consumidor-padrão o risco de investimentos em Fundos, razão pela qual não há que se falar em ofensa ao direito de informação. Assim, não houve defeito na prestação do serviço, pois o risco de perda do capital era inerente ao investimento escolhido, fator excludente de responsabilidade. 15. Recurso a que se nega provimento." (BRASIL. Tribunal Regional Federal (3. Turma). Apelação Cível nº 0027680-61.2006.4.03.6100, TRF-3ª região, 3ª Turma, Rel. Roberto Jeuken, DJF3 22 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<http://www.jusbrasil.com.br/diarios/documentos/360326340/andamento-do-processo-n-0023493-1520034036100-apelacao-civel-12-07-2016-do-trf-3>>. Acesso em: 10 jun. 2016.)

¹⁰⁸ Inclusive, o artigo 15 da ICVM 555 expressamente prevê que "os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução."

¹⁰⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 799.241/RJ. Relator: Raul Araújo. Julgado em 14 de agosto de 2012. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

ato ou decisão relacionado à gestão da carteira do fundo de investimento deve ser pautado pela regra do *business judgement rule* descrita acima. Assim, a diligência do gestor "deve ser observada com relação ao processo de tomada de decisão negocial".¹¹⁰ Em regra, é necessário analisar o processo que levou à decisão negocial tomada pelo gestor, e não o mérito da decisão em si. Em outras palavras, "a averiguação da falta de diligência não se vê a partir do mérito da decisão, mas do processo que levou a ela."¹¹¹ Conforme reiteradamente defendido pela CVM, o mérito da decisão negocial tomada pelo gestor só deve ser analisado caso seja constatado no caso concreto que houve uma violação ao dever de lealdade imposto pela regulamentação aplicável.

Sem prejuízo da observância dos demais deveres e obrigações, o cumprimento do dever de diligência pelo gestor pode ser verificado, por exemplo, na medida em que ele efetivamente observa e acompanha os limites de composição e concentração de carteira previstos no regulamento do fundo e na regulamentação aplicável, conforme exige a ICVM 555. Compete ao gestor avaliar se a carteira do fundo observa os referidos limites antes da realização de operações em nome do fundo.¹¹²

A importância de o gestor observar a política de investimentos prevista no regulamento do fundo é ressaltada por Nelson Eizirik, conforme se verifica abaixo:

Dentre as matérias que devem ser disciplinadas no regulamento do fundo, a sua política de investimentos é de extrema relevância, pois determina como serão aplicados os recursos do fundo, garantindo que sejam observados os objetivos dos cotistas em termos de risco e rentabilidade.¹¹³

Neste contexto, vale destacar que no Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/4472 a CVM reconheceu que a observância da política de investimentos prevista no regulamento do fundo é fundamental para uma atuação diligente do gestor na medida em que este, na qualidade de prestador de serviço responsável por gerir a carteira de investimentos do

¹¹⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/8542, Dir. Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 29 de agosto de 2006.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829_PAS_RJ20058542.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

¹¹¹ *Ibidem*.

¹¹² Vale destacar que a ICVM 555 também exige que o administrador acompanhe o enquadramento da carteira do fundo aos limites de composição e concentração de carteira. Entretanto, ao contrário do que prescreve em relação ao gestor, tal verificação deve ocorrer "tão logo as operações sejam realizadas" (artigo 104, ICVM 555). Inclusive, o Ofício Circular 13/10 da CVM ressalta "o papel relevante do administrador como responsável por fiscalizar os atos do gestor, inclusive mediante o controle (*post-trade*) da composição da carteira e de seu enquadramento à política de investimento do fundo e às regras aplicáveis."

¹¹³ EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico.** 3.ed. Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2011, p. 94.

fundo, "é o executor da vontade dos cotistas".¹¹⁴ A CVM ressaltou ainda que o regulamento é o instrumento contratual que "vincula a atuação dos gestores ao que nele está disposto", devendo o referido prestador de serviço a ele "aderir integralmente, sem titubear".¹¹⁵

No âmbito do referido processo administrativo sancionador, a CVM condenou uma entidade responsável pelas atividades de gestão de fundo de investimento e seu respectivo diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários por infração aos artigos 65, inciso XIII,¹¹⁶ e 65-A, inciso I¹¹⁷, da ICVM 409, tendo em vista que foram adquiridos títulos sem a prévia avaliação por empresa de *rating*, conforme exigido pelo regulamento do fundo. Assim, de acordo com o entendimento adotado pela CVM, é possível afirmar que a inobservância do regulamento e da política de investimentos do fundo nele prevista por parte do gestor acarreta o descumprimento do seu dever de diligência.

Conforme descrito acima em relação ao dever de lealdade aplicado ao administrador de fundo de investimento, o gestor também tem o dever de evitar conflitos de interesses e informar os cotistas sempre que tal situação for verificada, não auferir lucros em prejuízo ao fundo e seus cotistas, bem como manter sigilo em relação às informações obtidas em virtude da função exercida. Em decorrência da relação fiduciária existente entre o gestor e os cotistas do fundo, a violação ao dever de lealdade por parte do gestor pode ser verificada ainda sempre que se constatar que a atuação do gestor não foi pautada pelos melhores interesses do fundo e de seus cotistas.

A ICVM 555 exige que o gestor diligente tem a obrigação de exercer seus deveres e obrigações com o objetivo de maximizar os ganhos esperados pelos cotistas. Neste sentido, qualquer atuação por parte do gestor que não seja orientada pelos melhores interesses do fundo e de seus cotistas será considerada uma inobservância ao dever de diligência e, inclusive, ao dever de lealdade consagrado na regulamentação aplicável.

Para fins de exemplificação do acima exposto, no Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/4068, a CVM aplicou penalidades a uma entidade responsável pelas

¹¹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2012/4472, Dir. Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 20 de agosto de 2013.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130820_PAS_RJ20124472.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

¹¹⁵ *Ibidem*.

¹¹⁶ Artigo 65. "Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: XIII – observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto".

¹¹⁷ Artigo 65-A. "O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;"

atividades de gestão de fundo de investimento e seu respectivo diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários por adquirirem (i) ativos de crédito privado de instituições financeiras a preços muito superiores aos observados em operações envolvendo os mesmos ativos no mercado, nas mesmas datas, e (ii) cédulas de crédito imobiliário ("CCI") com a utilização de avaliação de *rating* preliminar, em desacordo com o exigido pelo regulamento do fundo, o qual previa que a obtenção de *rating* definitivo dos títulos era condição essencial para sua aquisição. Na visão da CVM tal comportamento evidenciou a inobservância do dever de diligência e de lealdade do gestor para com os cotistas do fundo, uma vez que a conduta adotada pelos acusados na gestão da carteira de valores mobiliários do fundo foi "incompatível com seu dever de fidúcia para com os cotistas do Fundo, que esperam que o gestor defenda seus interesses da melhor forma possível."¹¹⁸

O dever de diligência do gestor não foi observado na medida em que se verificou, no caso concreto, que as decisões negociais tomadas pelo gestor não cumpriram os requisitos exigidos pela regra do *business judgement rule*. A aquisição de CCIs sem a obtenção de *rating* definitivo dos títulos violou tal regra porque a decisão do gestor não foi uma decisão informada, uma vez que foi tomada com base em informações insuficientes (*rating* preliminar) enquanto o regulamento do fundo exigia um relatório definitivo. Além disso, pode-se afirmar também que a aquisição de ativos a preços muito superiores do que os praticados no mercado não foi uma decisão refletida tendo em vista que o gestor não avaliou devidamente a consequência de tal aquisição nos termos em que ela efetivamente foi realizada para o fundo e seus cotistas, ou seja, desconsiderou o fato de que a decisão negocial adotada não estava de acordo com o melhor interesse do fundo e seus cotistas.

Em relação à violação ao dever de lealdade no caso acima, esta restou claramente caracterizada, pois a partir do momento em que o gestor, de forma pouco diligente, adquiriu ativos em nome do fundo por um preço superior ao preço que efetivamente deveria ser pago, indubitavelmente desconsiderou o melhor interesse do fundo e de seus cotistas, e inclusive violou uma de suas principais obrigações, que é de buscar sempre maximizar o retorno dos investimentos realizados pelos cotistas no fundo.

A CVM pontuou no Relatório de Análise da Audiência Pública da ICVM 558, que:

Esta regra é, afinal, decorrência direta do dever de lealdade do administrador em relação aos seus clientes: a decisão de compra ou venda de ativos deve

¹¹⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/4068, Dir. Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 26 de abril de 2016.** Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160426_PAS_RJ20144608.pdf>. Acesso em: 30 out. 2016.

ter a finalidade única de alcançar-se o maior retorno possível para o cliente dentro da política de investimento acordada.¹¹⁹

¹¹⁹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise Audiência Pública SDM nº 14/2011 – Processo CVM RJ-2007-11580, de 26 de março de 2015.** Disponível em:< http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html>. Acesso em: 30 out. 2016.

5 RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

A regra geral de responsabilização consagrada na ICVM 555 estabelece que o administrador e cada prestador de serviço contratado, incluindo o gestor, respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares aplicáveis (artigo 79, parágrafo 4º). Não obstante, conforme mencionado acima, a ICVM 555 exige que no contrato firmado entre o administrador e o gestor de fundos de investimento conste cláusula que estipule a responsabilidade solidária por eventuais prejuízos causados aos cotistas na esfera civil em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM. Trata-se de uma responsabilidade solidária contratual que é "derivada da convenção entre as partes contratantes do serviço, ainda que sua estipulação decorra da norma antes comentada, [sendo] seus efeitos regulados pelo ordenamento civil."¹²⁰⁻¹²¹

Ainda, a ICVM 555 estabelece que constitui encargo do fundo somente as despesas decorrentes de prejuízos não cobertos por apólices de seguro e não decorrentes diretamente de culpa¹²² ou dolo¹²³ dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas

¹²⁰ MONTEIRO, Rogerio. Responsabilidades do Administrador dos Fundos de Investimento. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. n. 30. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, p. 290.

¹²¹ Neste contexto, vale destacar que não há que se falar em responsabilidade solidária entre o administrador e o gestor no âmbito da responsabilidade administrativa. No Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/9245, esta questão foi abordada no voto do Diretor Marcelo Fernandez Trindade, que ao comentar sobre o regime de solidariedade aplicável ao administrador e ao gestor no âmbito da responsabilidade civil, esclareceu que: "Isto nada tem que ver com responsabilidade administrativa, e muito menos com responsabilidade administrativa solidária, que não existe, nem pode existir. A responsabilidade administrativa, como a penal, deve ser sempre pessoal, decorrente de atos ou omissões próprios. 51. Essa separação entre responsabilidade civil e administrativa é clara na Instrução 409: enquanto o § 2º do art. 57 determina a necessidade de contratação com cláusula de responsabilidade civil solidária, e o § 3º explicita o fato de que, apesar de contratar o gestor, o administrador continuará respondendo civilmente por seus atos próprios, o § 5º trata da responsabilidade administrativa, nos seguintes termos: "§5º Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis." 52. Entenda-se: fazendo expressa ressalva ao fato de que a subjetividade inerente à responsabilidade administrativa não afasta a solidariedade civil decorrente do contrato requerido pelo § 2º, a norma do § 5º deixa absolutamente cristalino que cada prestador de serviços ao fundo responde "por seus próprios atos e omissões", "na esfera de suas respectivas competências". Não há, portanto, em nenhuma hipótese, que se falar em responsabilidade solidária em processo sancionador." (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/9245, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16 de janeiro de 2007.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070116_PAS_RJ20059245.pdf>. Acesso em: 26 nov. 2016.)

¹²² Conforme leciona Rui Stocco, a culpa "pode empenhar ação ou omissão e revela-se por meio da imprudência: comportamento açodado, precipitado, apressado, exagerado ou excessivo; negligência: quando o agente se omite, deixando de agir quando deveria fazê-lo e deixando de observar regras subministradas pelo bom senso, que recomendam cuidado, atenção e zelo; e imperícia: a atuação profissional sem o necessário conhecimento

respectivas funções (artigo 132), de modo que, em estando configurado a conduta culposa ou dolosa, eventuais prejuízos decorrentes da conduta ensejadora do dano deverão ser arcados pelo prestador de serviço responsável.

Além disso, o administrador e o gestor respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de composição e concentração de carteira e de concentração em fatores de risco estabelecidos no regulamento do fundo e na ICVM 555 (artigos 15 e 104). Entretanto, vale ressaltar que de acordo com a referida instrução normativa, o administrador e o gestor não estão sujeitos às penalidades aplicáveis pelo descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira, bem como de concentração de risco, quando o descumprimento for causado por desenquadramento passivo, decorrente de fatos exógenos e alheios à sua vontade, que causem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais (artigo 105).

Diante da análise dos deveres acima mencionados, é possível supor, em linha com o defendido pela doutrina majoritária, que a responsabilidade do administrador e do gestor de fundos de investimento é subjetiva, dependendo, portanto, de demonstração de culpa do agente, além do dano e do nexo de causalidade inerentes ao regime responsabilidade civil subjetiva previsto no Código Civil. Assim, para que o administrador e/ou o gestor sejam responsabilizados civilmente pelos danos causados a terceiros, seria imprescindível a comprovação de que agiram culposa ou dolosamente com violação à lei, ao regulamento do fundo e/ou às disposições regulamentares aplicáveis.¹²⁴

Neste contexto, no que tange à relação entre os administradores e os terceiros contratados para a execução de serviços para o fundo (neste caso, o gestor), é importante ressaltar que entende-se:

Pela manutenção da responsabilidade subjetiva, comportando, entretanto, solidariedade entre estes. Assim, configurada a culpa dos terceiros no exercício da atividade contratada, emergirá a responsabilidade solidária dos

técnico ou científico que desqualifica o resultado e o conduz ao dano." (STOCCO, Rui. **Tratado de Responsabilidade Civil**. 6. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004. p. 132)

¹²³ "Diferentemente da conduta culposa, o agir doloso (que também gera a responsabilização civil do agente, caso a atitude eivada gere danos a ela correlatos, configurando nexo eficiente de causalidade) verifica-se quando a conduta irregular encontra-se impregnada pela vontade dirigida à obtenção de um determinado fim lícito, ficando caracterizado o agir consciente destinado a um desiderato não lícito." (DOTTA, Eduardo Montenegro. **A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo código civil**. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 65.)

¹²⁴ Sílvio de Salvo Venosa, ao comentar sobre o artigo 186 do Código Civil, leciona que "nele [no artigo 186] estão presentes os requisitos para a configuração do dever de indenizar: ação ou omissão voluntária, relação de causalidade ou nexo causal, dano e, finalmente, culpa." (VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil: responsabilidade civil**. Vol. 4. 5ª edição. São Paulo: Atlas, 2005. p. 17-18.)

administradores, que elegeram o terceiro como apto, podendo, nesta hipótese, o administrador também ter seu patrimônio atingido pelos danos causados.¹²⁵⁻¹²⁶

Sobre a aplicabilidade do regime da responsabilidade civil subjetiva aos administradores de fundos de investimento, é importante destacar a lição de Sheila Perricone:

A análise sistemática das leis e normas que tratam a regulação e funcionamento dos fundos investimento, nos leva a concluir ser subjetiva a responsabilidade de seus administradores, quer em face dos parâmetros de indicação do elemento culpa constante nas formas expedidas pelos órgãos reguladores, quer em face da ausência, em lei e naquelas normas, de 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;¹²⁷ (*grifo nosso*)

Neste mesmo sentido, Mário Tavernard Martins de Carvalho explica:

Com efeito, a responsabilidade do administrador dos fundos de investimento possui natureza subjetiva, ou seja, depende de ato ou omissão culposos. (...) O ordenamento jurídico em vigor, em momento nenhum, faz qualquer referência à responsabilidade objetiva de administradores dos fundos de investimento. Há, em verdade, criteriosas regras de conduta que devem balizar a conduta dos administradores.¹²⁸

Para os defensores da corrente de que a responsabilidade neste caso possui natureza subjetiva, não há a incidência da Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990 ("CDC"), A este respeito, Nelson Eizirik leciona que:

Quem adquire quotas de um fundo de investimento financeiro é considerado um investidor – e não consumidor – do mercado de valores mobiliários, o qual é submetido à regulamentação e fiscalização da CVM, agência reguladora que dispõe de amplos poderes para proteger os investidores. O investidor do mercado de valores mobiliários não pode ser confundido com

¹²⁵ DOTTA, Eduardo Montenegro. Op cit. p. 136-137.

¹²⁶ Vale ressaltar que tal entendimento foi adotado pelo Superior Tribunal de Justiça, que no REsp 1.187.365/RO, entendeu que: "2. A subcontratação de gestor de carteiras ou de agente custodiante pelo administrador de fundo de investimento, como previsto nos arts. 56 e 57 da Instrução CVM n. 409/2004 e Resoluções Bacen n. 2.451/1997 e 2.486/1998, perfaz uma cadeia de consumo, de modo que há responsabilidade solidária de todos os fornecedores de que dela participam. (...) 5. No caso, responde o Banco da Amazônia S.A., como administrador do fundo de investimento, pelos aportes realizados por seus correntistas e que, em razão de subcontratação da gestão das carteiras, foram bloqueados por ocasião da intervenção do Bacen no Banco Santos." (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1.187.365/RO. Relator: Luis Felipe Salomão. Julgado em 22 de maio de 2014. Disponível em: <http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 15 nov. 2015.)

¹²⁷ PERRICONE, Sheila. Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo: Revista dos Tribunais, Vol. 4, n. 11, p. 100, jan./mar. 2001.

¹²⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Op cit. p. 134-135.

o consumidor de serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários a que se refere o CDC em seu art. 3º, § 2º.¹²⁹

No âmbito do Processo Administrativo Sancionador RJ nº 22/2005, discutiu-se qual deveria ser o regime de responsabilidade aplicável ao diretor responsável perante a CVM para responder, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, bem como pela prestação de informações a esse relativas, tendo sido destacado que no âmbito da CVM, aplica-se preponderantemente o regime da responsabilidade subjetiva, sendo essencial, portanto, a presença do elemento de culpa ou dolo para que haja responsabilização do agente acusado de causar danos e/ou prejuízos a terceiros. Tal entendimento foi adotado pela CVM conforme se verifica da leitura abaixo:

- i. Via de regra, as normas da CVM não preveem responsabilidade objetiva; ii. No caso dos diretores responsáveis, o que as normas da CVM exigem é extrema diligência no cumprimento da regulamentação, o que não se confunde com a responsabilidade objetiva; (...) A constitucionalidade da responsabilidade objetiva no âmbito do direito administrativo sancionador é uma questão complexa, sobre a qual ainda pairam muitas dúvidas. Mas, no âmbito da CVM, não precisamos ingressar nessa discussão, pois nossas normas raramente preveem a responsabilidade objetiva. 2. Assim como no direito penal, nossas normas estabelecem a culpabilidade do agente como requisito para a imposição da sanção. Também como no direito penal, nossas normas estabelecem padrões de culpabilidade diferentes para as diferentes infrações: para umas é necessário o dolo; para outras a culpa, em suas diferentes gradações.¹³⁰⁻¹³¹

Entretanto, é fundamental apontar que o regime de responsabilidade civil aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento suscita discussões, não se tratando de um ponto pacífico na doutrina e na jurisprudência.

¹²⁹ EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 547.

¹³⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador RJ nº 22/2005, Dir. Relator. Marcos Barbosa Pinto, julgado em 26 de agosto de 2008**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080826_PAS_2205.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

¹³¹ Entretanto, vale destacar que o entendimento da CVM nem sempre foi esse. Conforme ressaltado por Marcos Barbosa Pinto em seu voto, no Processo Administrativo Sancionador SP nº 2003/444, o colegiado decidiu, por maioria, que o diretor responsável pode ser penalizado de maneira objetiva, ao passo que no Processo Administrativo Sancionador RJ nº 2005/6924, o colegiado decidiu, por unanimidade, que o diretor responsável só pode ser penalizado caso fique demonstrada sua culpa individualizada pela infração. Por fim, no Processo Administrativo Sancionador RJ nº 2005/8510, o colegiado se manifestou, por unanimidade, no sentido de que o diretor responsável somente se exime da responsabilidade caso fique demonstrada a ausência de culpa. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador RJ nº 2005/6924**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20061031_PAS_RJ20056924.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.)

Em sentido contrário, existem defensores da tese de que o CDC deve ser aplicado aos fundos de investimento, de modo que a responsabilidade civil aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento seria objetiva, e portanto, prescindiria de culpa para sua configuração. Assim, para que surja o dever de reparação sob o regime da responsabilidade civil objetiva bastaria a caracterização de dano aos cotistas e do nexo de causalidade entre a conduta praticada pelo administrador e/ou pelo gestor e o dano.¹³²

Neste caso, incidiria a regra prevista no trecho final do parágrafo único do artigo 927 do Código Civil, o qual dispõe que "haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, (...) quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem."¹³³ Para esta corrente doutrinária, a atividade desenvolvida pelo administrador e pelo gestor de fundos de investimento implica, por sua natureza, em riscos para os direitos dos cotistas. O principal argumento utilizado por esta corrente para justificar a adoção do regime da responsabilidade objetiva é o da teoria do risco criado, segundo a qual "aquele que se dispõe a explorar uma atividade potencialmente geradora de riscos para terceiros aceita o encargo de responder, independentemente da sua culpabilidade, pelos danos gerados."¹³⁴⁻¹³⁵

¹³² "A culpa, como se viu, aos poucos deixou de ser a grande estrela da responsabilidade civil, perdeu cada vez mais espaço. (...) Pelo novo sistema, provados o dano e o nexo causal exsurge o dever de reparar, independentemente de culpa. O causador do dano só se exime do dever de indenizar se provar a ocorrência de alguma das causas de exclusão do nexo causal: caso fortuito, força maior, fato exclusivo da vítima ou de terceiro." (DIREITO, Carlos Alberto Menezes; CAVALIERI FILHO, Sérgio; TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coordenador). **Comentários ao novo código civil: da responsabilidade civil; das preferências e privilégios creditórios**. Vol. 13. Arts. 927 a 965. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 11.)

¹³³ Sobre o trecho final do artigo 927 do Código Civil, Silvio de Salvo Venosa comenta que: "Sob esse prisma, o Novo Código apresenta, portanto, uma norma aberta para a responsabilidade objetiva no parágrafo púnico do art. 927. Esse dispositivo da lei nova transfere para a jurisprudência a conceituação de atividade de risco no caso concreto, o que talvez signifique perigoso alargamento da responsabilidade sem culpa." (VENOSA, Sílvio de Salvo. A responsabilidade objetiva no novo Código Civil. In: **Migalhas**, s/n, jan. 2003. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI916,11049-A+responsabilidade+objetiva+no+novo+Codigo+Civil>>. Acesso em: 14 nov. 2016.)

¹³⁴ DOTTA, Eduardo Montenegro. Op cit. p. 69-70.

¹³⁵ Em sentido contrário, a aplicação da teoria do risco criado é afastada pela corrente doutrinária que sustenta que a responsabilidade civil aplicável aos fundos de investimento deve ser a subjetiva com base no seguinte argumento: "O que se 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 ciência irrestrita das possibilidades de perda de capital e, ainda, de eventual necessidade de aporte de capital em casos extremos de perda, que podem acontecer." (TALAVERA, Glauber Moreno. Art. 957 do novo Código Civil e os fundos de investimento. In: **Revista Jus Navigandi**, Teresina, ano 8, n. 65, 1maio 2003. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/4021>>. Acesso em: 19 nov. 2016.)

O Superior Tribunal de Justiça já se manifestou sobre a aplicabilidade do CDC aos fundos de investimento,¹³⁶ tendo inclusive decidido no REsp 1.131.073/MG que a responsabilidade civil seria objetiva, conforme se verifica da leitura abaixo:

Assim, se banco o ("sic") recorrido, instituição escolhida pelo recorrente para administrar seu capital, redirecionou inadequadamente os recursos para instituição financeira alheia à relação contratual, cometeu ilícito contratual, em flagrante violação do princípio da boa-fé e de seus deveres anexos, como o dever de informação. Por essa razão, não cabe imputar ao recorrente eventual ônus decorrente da indisponibilização de seu capital, devendo o recorrido arcar com a má-escolha, operada supostamente em nome do cliente.¹³⁷⁻¹³⁸ (*grifo nosso*)

Entretanto, é de suma importância destacar que em entendimento mais recente do Superior Tribunal de Justiça, foi feita uma importante distinção entre os investidores considerados hipossuficientes, que devem estar protegidos pela responsabilidade civil objetiva nos termos do CDC, dos investidores profissionais, que, por serem mais sofisticados, não precisam estar amparados pelo CDC, conforme se verifica da leitura do voto proferido pelo Ministro Luis Felipe Salomão no REsp 1.187.365/RO:

Por óbvio que não se está a afirmar que todo e qualquer investidor é consumidor, porque há, no mercado de capitais, investidores profissionais que movimentam elevada soma de forma habitual e institucionalizada, não lhes remanescendo nenhum resquício da hipossuficiência necessária à caracterização da figura do consumidor. Segundo penso, há de se garantir a incidência do Código de Defesa do Consumidor ao investidor não profissional, de regra pessoa física, que vê a possibilidade de aporte em

¹³⁶ No REsp 1.131.073/MG a Ministra Relatora Nancy Andrighi reconheceu em seu voto (acompanhado pela maioria dos demais Ministros da 3ª Turma) que "nas aplicações em fundos de investimento, a entidade bancária realiza uma prestação de serviços, obtendo para tanto uma remuneração, o que enquadra esses contratos no conceito de prática comercial. Por essa razão, a relação existente entre o investidor e a instituição financeira configura-se como uma típica relação de consumo – como entendeu, com razão, o TJ/MG –, de modo que a figura do investidor-consumidor conta com a especial proteção concedida pela CDC." Neste mesmo sentido, ver também REsp 799.241/RJ e REsp 1.003.893/RJ.

Ainda, ver o REsp 1164235/RJ: "O CDC é aplicável aos contratos firmados entre as instituições financeiras e seus clientes referentes a aplicações em fundos de investimento, entendimento esse que encontrou acolhida na Súmula 297/STJ. Incide na espécie, portanto, a Súmula 83/STJ. (...) 6. Sendo a relação havida entre as partes de consumo, incide na hipótese o art. 7º, parágrafo único, do CDC, que estabelece a responsabilidade solidária entre os integrantes da cadeia de consumo."

¹³⁷ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1.131.073/MG. Relatora: Nancy Andrighi. Julgado em 5 de abril de 2011. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

¹³⁸ Neste mesmo sentido: "Hipótese de adesão de empresa a fundo de investimento do Banco do Estado de Espírito Santo, que culminou com considerável perda de capital. Aplicação do montante em instituição financeira diversa da administradora do fundo, sem a autorização ou consulta da empresa aderente. 5. Aplicabilidade das regras protetivas do CDC. Caracterização da relação de consumo. Precedentes do STJ e do STF. 6. Desrespeito aos princípios da confiança, boa-fé, transparência e equidade, os quais permeiam as relações consumeristas. Responsabilidade objetiva do fornecedor do serviço, com fulcro no art. 14, CDC." (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Espírito Santo. Agravo Interno. Ap Cível AGT 35050072962 ES 35050072962 (TJ-ES). Disponível em: <www.jusbrasil.com.br>. Acesso em: 15 nov. 2015.)

fundos de investimento como apenas mais um serviço oferecido pela instituição bancária, como qualquer outro investimento congênere.¹³⁹⁻¹⁴⁰

É importante ressaltar ainda que há uma terceira possibilidade de regime de responsabilidade civil aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento. Trata-se do regime da responsabilidade subjetiva com a inversão do ônus da prova.¹⁴¹ Para que surja o dever de reparação, ainda assim será necessário demonstrar que houve um ato ilícito, a consumação de um dano e a existência de nexo de causalidade entre o ato ilícito do agente e o dano. Entretanto, neste caso, haverá a inversão do ônus da prova, de maneira que não competirá mais à vítima do dano ou, em outras palavras, ao titular do direito à reparação,¹⁴² mas sim ao suposto agente causador do dano, que terá que demonstrar que não estão presentes os elementos necessários para que surja o dever de indenizar.

Na prática, a inversão do ônus da prova significa que ocorre uma presunção relativa de culpa do administrador e/ou do gestor em caso de descumprimento de algum dever a eles aplicável. Em outras palavras, cabe ao administrador e/ou ao gestor de fundos de investimento demonstrarem que não agiram com culpa. Esta regra de distribuição do ônus da prova "seria um efeito da extrema diligência no cumprimento da regulamentação exigida pelas normas da CVM."¹⁴³

A inversão do ônus da prova na aplicação da responsabilidade civil subjetiva ocorre nas hipóteses em que a demonstração da culpa constitui tarefa de impossível ou de difícil cumprimento pela vítima lesada, a qual, mesmo fornecendo indícios da ocorrência do ato ilícito que a gerou danos, não teria como ver-se indenizada dada a impossibilidade ou a

¹³⁹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1.187.365/RO. Relator: Luis Felipe Salomão. Julgado em 22 de maio de 2014. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

¹⁴⁰ O conceito de investidor profissional é definido na Instrução CVM 539, de 13 de novembro de 2013.

¹⁴¹ Fábio Ulhoa Coelho não admite esta hipótese. Ao examinar questão semelhante relativa à responsabilidade de administradores de instituições financeiras, defendeu que "não existindo nenhuma regra que expressamente excepcione o regime geral, este haverá de ser atendido. Como o legislador não atribuiu aos administradores de instituições financeiras responsabilidade com inversão do ônus da prova, ou independente de culpa – nenhum dispositivo legal o estabelece expressamente –, a conclusão a se impor é a de que vige o regime de responsabilização subjetiva, do tipo clássico." (COELHO, Fábio Ulhoa. *A Responsabilidade Civil dos Administradores de Instituições Financeiras*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p. 107.)

¹⁴² O Código de Processo Civil "distribui o ônus da prova de acordo com o interesse na afirmação do fato. Cabe ao autor a prova dos fatos constitutivos do seu direito, porque são aqueles que poderão levar à procedência do seu pedido." (WAMBIER, Teresa Arruda Alvim [Coord.], et al. **Primeiros comentários ao novo código de processo civil: artigo por artigo**. 1ª edição. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015. p. 649.)

¹⁴³ RIBEIRO, Flávio Santana Caçado. *Responsabilidade dos Administradores e Gestores e Conflito de Interesses*. In: **CURSO DE FÉRIAS DO GRUPO DE ESTUDOS DE DIREITO EMPRESARIAL - DIREITO UFMG, [2-].** Disponível em: <[http://www.gedemp.com.br/resources/curso_um/Curso%20UFMG%20-%20Conflito%20Interesses%20\(FI%C3%A1vio%20Ribeiro\).pdf](http://www.gedemp.com.br/resources/curso_um/Curso%20UFMG%20-%20Conflito%20Interesses%20(FI%C3%A1vio%20Ribeiro).pdf)>. Acesso em: 15 nov. 2015.

remota probabilidade de conseguir comprovar satisfatoriamente a irregularidade do agir ou omitir do causador do dano.¹⁴⁴⁻¹⁴⁵

A este respeito, ao comentar sobre a responsabilidade dos administradores de fundos de investimento à luz do Código Civil de 2002, Eduardo Montenegro Dotta explica:

A consideração que se faz é que em hipóteses das quais a normalidade da situação que gerou o prejuízo induz à maior probabilidade e verossimilhança de que a conduta do agente presume-se culposa – falando-se então na culpa presumida –, competirá a este desfazer a versão do suposto lesado, como dito, desde que o caso estudado permita a ilação de que a normalidade dos fatos caminha para a presunção da culpabilidade do ente ofensor. Deve-se assinalar que tal regra processual não se presta à mera facilitação do recebimento de indenizações pelo ente lesado, mas somente à viabilização do pleito indenizatório, nas situações que se enquadrem no arquétipo acima desenhado.¹⁴⁶⁻¹⁴⁷

¹⁴⁴ Partido do pressuposto de que se aplica o CDC aos fundos de investimento, a inversão do ônus da prova é permitida se, a critério do juiz, for verossímil a alegação ou quando for o consumidor for hipossuficiente, segundo as regras ordinárias de experiências (artigo 6º, VIII, CDC). Por outro lado, ainda que não seja aplicado o CDC aos fundos de investimento, a inversão do ônus da prova pode ser reconhecida com base no disposto no artigo 373 do Código de Processo Civil, o qual dispõe que: "Nos casos previstos em lei ou diante de peculiaridades da causa relacionadas à impossibilidade ou à excessiva dificuldade de cumprir o encargo nos termos do caput ou à maior facilidade de obtenção da prova do fato contrário, poderá o juiz atribuir o ônus da prova de modo diverso, desde que o faça por decisão fundamentada, caso em que deverá dar à parte a oportunidade de se desincumbir do ônus que lhe foi atribuído."

¹⁴⁵ Sobre a concessão da inversão do ônus da prova nos termos do artigo 6º, VIII do CDC, ver: "Agravo de Instrumento. Relação de Consumo. Direito Processual Civil. Decisão agravada que deferiu a inversão de ônus da prova. Irresignação da ré que não merece acolhida. O CDC assegura a facilitação da defesa dos seus direitos, através da inversão do ônus da prova, quando houver hipossuficiência do consumidor ou verossimilhança das alegações. Comprovação de hipossuficiência técnica e econômica da autora. Existência da verossimilhança das alegações." (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Agravo Interno no Agravo de Instrumento nº 0005386-21.2014.8.19.0000, julgado em 26 de fevereiro de 2014, Desembargadora Relatora Regina Lucia Passos, Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, 24ª Câmara Cível.)

¹⁴⁶ DOTTA, Eduardo Montenegro. Op cit. p. 64-65.

¹⁴⁷ Em outras palavras, significa dizer que a inversão do ônus da prova deve ser aplicada "quando a normalidade da situação que gerou o prejuízo induz à maior probabilidade e verossimilhança de que a conduta do agente presume-se não regular." (DOTTA, Eduardo Montenegro. Op cit. p. 127.)

6 DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS. UMA ANÁLISE COMPARATIVA COM OS DEVERES E RESPONSABILIDADES DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR.

Conforme mencionado acima, um dos objetivos do presente trabalho consiste em analisar em que medida os deveres e funções atribuídos aos administradores de sociedades anônimas¹⁴⁸ são semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela regulamentação aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento.

Para tanto, será necessário descrever em linhas gerais quais são as principais funções e atribuições conferidas pela Lei 6.404 ao conselho de administração e à diretoria, bem como abordar os principais deveres e atribuídos pela Lei 6.404 aos administradores de sociedades anônimas, quais sejam: dever de diligência e dever de lealdade.¹⁴⁹⁻¹⁵⁰ Vale ressaltar que no decorrer da análise do regime jurídico aplicável aos administradores de sociedades anônimas nos termos da Lei 6.404, sempre que considerado relevante e aplicável, serão traçados paralelos e comparações com o regime jurídico aplicável aos prestadores de serviços de fundos de investimento nos termos da regulamentação da CVM. Por fim, será analisado em que medida se pode traçar o paralelo pretendido entre os membros do conselho de administração e diretores de sociedades anônimas e os administradores e gestores de fundos de investimento.

¹⁴⁸ Neste contexto e para fins do disposto neste Capítulo 6, entende-se por "administradores de sociedades anônimas" tanto os membros do conselho de administração, quanto os diretores de sociedades anônimas. Caso a intenção seja se referir especificamente a um membro do conselho de administração ou a um diretor de sociedade anônima, tal referência será feita de forma clara mediante o uso da expressão "conselheiro" ou "diretor".

¹⁴⁹ Vale destacar que o dever de informar também é um dos deveres específicos dos administradores de sociedades anônimas consagrado na Lei 6.404, entretanto, tal dever é aplicável apenas aos administradores de companhias abertas. De acordo com a lei societária, o dever de informar possui dois aspectos principais: um relacionado ao conflito de interesses, conforme disposto no artigo 156, e outro relacionado à divulgação, ao público, de determinadas informações sobre a companhia, suas atividades e suas relações com os próprios administradores, previsto no artigo 157.

¹⁵⁰ Para fins do objetivo do presente trabalho e do paralelo que se pretende traçar com os prestadores de serviços de fundos de investimento, neste capítulo serão analisados somente os deveres de diligência e de lealdade atribuídos aos administradores de sociedades anônimas. Ainda, é de suma importância ressaltar que neste capítulo a intenção não é discorrer em detalhes sobre cada um destes deveres novamente. Deste modo, os conceitos de dever de diligência e dever de lealdade analisados nos capítulos acima devem ser levados em consideração pelo leitor para a devida compreensão do disposto no presente capítulo.

6.1 Conselho de Administração e Diretoria de Sociedades Anônimas. Deveres e Responsabilidades dos Administradores de Sociedades Anônimas.

Em regra, as sociedades anônimas são administradas por uma diretoria e um conselho de administração. Entretanto, nos termos da Lei 6.404, este último é facultativo em casos de companhias fechadas¹⁵¹ e companhias que não possuem capital autorizado. Por outro lado, sempre que a companhia admitir à negociação os valores mobiliários de sua emissão no mercado de valores mobiliários (i.e. companhia aberta) será obrigatória a instalação do conselho de administração (artigo 138, Lei 6.404). Assim, a depender do caso, a administração da sociedade anônima competirá, conforme dispuser o estatuto social, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

Segundo José Edwaldo Tavares Borba, "o conselho de administração tem funções deliberativas e de ordenação interna, enquanto a diretoria exerce atribuições efetivamente executivas, as quais, aliás, são de sua competência exclusiva e indelegável."¹⁵²

A CVM já se manifestou diversas vezes a respeito das atribuições do conselho de administração e da diretoria de sociedades anônimas, sendo importante transcrever a diferenciação exposta no voto do Luiz Antonio de Sampaio Campos no âmbito do Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173:

Parece-me importante recordar aqui que a Lei das S.A. adotou claramente uma estrutura dualista da administração (...) e a compreensão dessa estrutura é absolutamente essencial para verificar os deveres e as responsabilidades dos administradores. Porque, como bem reconheceu a Diretora-Relatora, a diretoria tem a função executiva; tem poderes que a doutrina chama de disjuntivos, pois que cada um tem o seu poder individual, não é colegial, embora algumas decisões possam ser objeto de reunião de diretoria, onde também se delibera de forma colegiada (...). Já o conselho de administração, que não cuida evidentemente do dia-a-dia da companhia, não é o responsável pela administração diária, corrente, ordinária da companhia. O conselho de administração é um órgão colegial, onde os conselheiros não têm poderes individuais (...). Embora o conselho de administração tenha funcionamento permanente, a atividade ou atuação de seus membros é apenas parcial. Eles não estão diariamente na companhia e não se exige que estejam.¹⁵³

¹⁵¹ Artigo 4º, Lei 6.404. "Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários."

¹⁵² BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 7ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2001, p. 361.

¹⁵³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173, Dir. Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

De acordo com o artigo 158 da Lei 6.404 o administrador de sociedade anônima "não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão", no entanto responde civilmente pelos prejuízos que causar, quando proceder (i) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; ou (ii) com violação da lei ou do estatuto.¹⁵⁴ Nos termos da lei societária, em regra, a responsabilidade do administrador é individual, de modo que ele não pode ser responsabilizado pelos atos ilícitos de outros administradores, exceto nas hipóteses em que "com eles for conivente, se negligenciar em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática" (artigo 158, parágrafo 1º). Ainda, é importante destacar que "os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles" (artigo 158, parágrafo 2º).

O regime de responsabilização dos administradores de sociedades anônimas é semelhante ao regime de responsabilização previsto na regulamentação da CVM aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento. Conforme analisado acima, de acordo com a Lei 6.404 e a ICVM 555, a regra é a responsabilidade individual dos administradores e prestadores de serviços do fundo. Assim, cada um é responsável, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou ao estatuto social, conforme o caso, ou ainda às disposições regulamentares aplicáveis. Conforme ressaltado acima, no âmbito das sociedades anônimas existe a previsão de responsabilidade solidária entre os administradores nos termos do artigo 158, parágrafo 2º da Lei 6.404, de forma semelhante ao regime estabelecido na ICVM 555. Entretanto, o parágrafo 3º do referido artigo estabelece que nas companhias abertas a responsabilidade solidária ficará restrita aos administradores que tenham a atribuição de dar cumprimento aos respectivos deveres a eles impostos por previsão estatutária. Não obstante a Lei 6.404 estabelecer esta ressalva em caso de companhias abertas, vale ressaltar que "o administrador que, tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor, ou pelo administrador competente nos termos do § 3º, deixar de comunicar o fato a assembleia-geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável" (artigo 158, parágrafo 4º).

Além dos deveres de agirem sempre de boa-fé e no interesse da companhia, os administradores também estão sujeitos aos seguintes deveres específicos: dever de diligência

¹⁵⁴ "O administrador de pessoa jurídica só pode ser pessoalmente responsável por ato ultra vires, quando sua atuação ultrapassar os limites previstos nos atos constitutivos para sua atividade". (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 6ª Câmara Cível. Apelação Cível n.º 2006.001.23268. Relator Desembargador Luis Felipe Salomão. Julgado em 19 de setembro de 2006.)

e dever de lealdade. Vale ressaltar que o artigo 145 da Lei 6.404 estabelece que as normas relativas a deveres e responsabilidade dos administradores aplicam-se a conselheiros e diretores. Entretanto, o cumprimento dos deveres e responsabilidades destes administradores se dá de forma distinta tendo em vista que a Lei 6.404 estabelece diferentes atribuições aos membros do conselho de administração e aos diretores de sociedades anônimas.¹⁵⁵

O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas está previsto nos artigos 153 e 154 da Lei 6.404. Conforme mencionado acima, a Lei 6.404 adotou um padrão necessariamente genérico para a definição do dever de diligência, de modo que a ocorrência de uma infração a este dever somente poderá ser aferida mediante o exame do caso concreto. Não obstante a doutrina se esforçar para delinear as condutas e comportamentos que devem orientar os administradores de sociedades anônimas, em última instância caberá ao intérprete determinar se a ação ou omissão configura ou não uma violação do padrão de conduta esperado do homem ativo e probo na administração de seus próprios negócios.

A Lei 6.404 exige que o administrador diligente exerça suas atribuições legais e estatutárias "para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa" (artigo 154). Em seus comentários ao referido artigo da lei societária, Modesto Carvalhosa leciona que:

O *caput* do presente artigo institui o dever fiduciário do administrador no exercício de suas funções. (...) Esse dever se traduz pela preservação dos direitos patrimoniais da companhia e, assim, dos seus acionistas enquanto tais (...). O dever fiduciário do administrador decorre de sua situação jurídica de poder dispor de bens alheios – os da companhia – como um proprietário.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Inclusive, este é o entendimento da CVM, conforme se verifica da leitura do seguinte trecho extraído do Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173: "É importante observar que o sistema adotado pela lei para deveres e responsabilidades dos administradores foi destinado de forma genérica aos administradores, sem distinguir entre diretores e membros do conselho de administração, suas funções e atribuições específicas. Mas por isso a lei adotou uma forma aberta e larga, que abstratamente serve a todos, mas que deve ser aplicada com controle e adequação e sem ignorar a realidade. Assim, é de capital importância que os dispositivos referentes a deveres e responsabilidades dos administradores não sejam aplicados mecanicamente, sem prévia interpretação, à luz das estruturas, modalidades e atividades dos órgãos da administração e, mais ainda, do mundo real, para se evitar os excessos utópicos, de que falava a exposição de motivos da anteprojeto da Lei 6.404/76. É fundamental que, no momento de se aplicar estes dispositivos, se mergulhe, profundamente, nas estruturas destes órgãos sociais, conselho de administração e diretoria, e suas respectivas formas de atuar, sem se ignorar as suas especificidades, desde o modo de atuação, notadamente quanto à forma de deliberação. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173, Dir. Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.)

¹⁵⁶ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas.** Vol. 3. 6ª edição. ver. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 390-391.

Da mesma forma que ocorre nos fundos de investimento, os acionistas de sociedades anônimas, ao elegerem administradores para atuarem como seus mandatários e conduzirem as atividades da companhia, mantêm com os administradores da companhia uma relação fiduciária. Conforme analisado acima, tal relação pressupõe confiança, devendo o administrador conduzir as atividades a ele confiadas com o zelo que teria na gestão dos seus próprios negócios. Tanto no âmbito de sociedades anônimas, quanto no âmbito de fundos de investimento, o dever de diligência é um dos pilares da relação fiduciária constituída com os acionistas ou cotistas, conforme o caso, sendo sua observância obrigatória pelos fiduciários, conforme amplamente reconhecido pela doutrina especializada e pela jurisprudência nacional.

Ainda, vale destacar que o parágrafo 2º do artigo 154 da Lei 6.404 enumera de forma exemplificativa certos atos cuja prática é vedada aos administradores, criando uma presunção *juris tantum* de quebra do dever de diligência e desvio de poder.¹⁵⁷ Neste contexto, um paralelo pode ser traçado entre o conceito de dever de diligência aplicável aos administradores de sociedades anônimas nos termos da Lei 6.404 e conceito de dever de diligência aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento nos termos da regulamentação aplicável da CVM. A Lei 6.404 estabelece que é vedado ao administrador "praticar ato de liberalidade à custa da companhia".¹⁵⁸ No mesmo sentido, a ICVM 555 prevê que é vedado ao administrador e ao gestor praticar qualquer ato de liberalidade em nome do fundo. Percebe-se que em ambos os casos o conceito de ato de liberalidade foi incorporado aos deveres e vedações que devem pautar a atuação dos administradores de companhias e prestadores de serviços do fundo, havendo uma indubitável correlação entre a prática de tal ato vedado e a consequente violação do dever de diligência.

Além disso, a Lei 6.404 prevê que, via de regra, é vedado ao administrador receber de terceiros "qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo" (artigo 54, parágrafo 2º). No mesmo sentido, a ICVM 558 estabelece que é vedado ao administrador de carteiras de valores mobiliários "negociar com os valores mobiliários das carteiras que administre com a finalidade de gerar receitas de corretagem ou

¹⁵⁷ Artigo, 154, parágrafo 2º, Lei 6.404. "É vedado ao administrador: a) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; b) sem prévia autorização da assembleia-geral ou do conselho de administração, tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, ou usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito; c) receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia-geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo."

¹⁵⁸ Por ato de liberalidade entende-se "toda disposição a título gratuito, independente de seu modo de realização, pela qual alguém confere bens, vantagens ou direitos a outrem". (Disponível em: <<http://www.encyclopedia-juridica.biz14.com/pt/d/liberalidade/liberalidade.htm>>. Acesso em: 19 nov. 2016.)

de rebate para si ou para terceiros" (artigo 17, inciso VII).¹⁵⁹ Por trás da vedação constante da ICVM 558, está o mesmo princípio que orienta a vedação prevista na Lei 6.404. Em ambos os casos, nota-se uma importante preocupação do legislador de impedir que os fiduciários se beneficiem dos cargos que a eles foram confiados pelos fiduciantes. Dito de outra forma, a atuação dos administradores de sociedades anônimas e de prestadores de serviços de fundos de investimento deve ser pautada exclusivamente no melhor interesse da companhia/acionistas ou fundo de investimento/cotistas, conforme o caso. Referida preocupação do legislador também decorre da necessidade de se proteger os fiduciantes dos possíveis malefícios inerentes a qualquer relação fiduciária (por exemplo, assimetria informacional e a possibilidade de desvio e/ou abuso de poder pelos terceiros contratados).

Em relação ao dever de lealdade aplicável aos administradores de sociedades anônimas, este está previsto no artigo 155 da Lei 6.404, o qual, conforme mencionado acima, enumera em seu parágrafo 1º, de forma exemplificativa, as condutas cuja prática é vedada, sob pena de violação do dever de lealdade por parte dos administradores. Assim como o dever de diligência, o dever de lealdade é imposto aos administradores de sociedades anônimas em decorrência da relação fiduciária mantida entre estes com os acionistas.

O dever de lealdade tem como principais reflexos a obrigação de priorizar os interesses dos acionistas em toda e qualquer situação relacionada à administração da companhia, bem como a proibição do uso de oportunidades de negócio da companhia em benefício próprio ou de terceiros. Além disso, é inerente ao dever de lealdade a obrigação de o administrador manter sigilo sobre os negócios sociais da companhia, não usando, em proveito próprio ou de terceiros, informações que possua em virtude do seu cargo.

Ainda, "dentro do dever de lealdade está inserida a obrigação de o administrador agir com boa-fé e para fins legítimos, devendo atuar sempre honestamente no exercício de suas atribuições"¹⁶⁰, de modo que o administrador não pode auferir lucros em prejuízo à sociedade anônima e seus acionistas. Neste contexto, vale destacar que o Poder Judiciário já decidiu pela punição de administradores de sociedade anônima que deixaram de realizar repasses devidos

¹⁵⁹ Apesar de tal vedação estar prevista na instrução normativa da CVM que dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, é perfeitamente possível afirmar que o princípio por trás da referida vedação, qual seja, impedir que os prestadores de serviços de fundos de investimento se beneficiem dos cargos que a eles foram confiados, em detrimento dos interesses dos cotistas e do fundo, também deve ser observado na atuação do administrador de fundos de investimento (que não necessariamente estarão sujeitos às regras da ICVM 558, uma vez que podem delegar a gestão da carteira de valores mobiliários a terceiros) e de todos os demais prestadores de serviços. Trata-se de uma norma geral de conduta.

¹⁶⁰ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada**. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 453.

ao caixa da companhia.¹⁶¹ Neste mesmo sentido, vale lembrar que no âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº TA-RJ2001/9701 descrito acima, um administrador de fundo de investimento foi responsabilizado por ter deixado de repassar ao fundo sob sua administração valores recebidos a título de devolução de corretagem de operações intermediadas no âmbito da bolsa de valores.

Diante do exposto acima, é possível afirmar que o dever de diligência e o dever de lealdade aplicáveis aos administradores de sociedades anônimas são semelhantes ao dever de diligência e dever de lealdade aplicáveis aos prestadores de serviços de fundos de investimento. Observadas as especificidades da regulamentação aplicável a cada uma das formas de associação para investimento coletivo, os desdobramentos dos referidos deveres e as condutas esperadas dos fiduciários em decorrência de tais deveres são semelhantes, inclusive como vem sendo reconhecido pela doutrina especializada e pelos precedentes da CVM e do Poder Judiciário relacionados ao tema.

Por fim, vale ressaltar que o Superior Tribunal de Justiça também reconhece a aplicação do CDC às relações societárias. Da mesma forma que o Superior Tribunal de Justiça entendeu que o administrador e o gestor prestam serviços ao fundo e seus cotistas, sendo aplicável, portanto, o CDC aos fundos de investimento, a referida Corte defendeu que nas sociedades anônimas "há sim prestação de serviços, consistente na administração de recursos de terceiros, evidenciando a relação de consumo encoberta pela relação societária comercial, a confirmar a aplicabilidade do CDC."¹⁶²

¹⁶¹ Além de os administradores não terem realizado o repasse que deveriam ao caixa da companhia, o Poder Judiciário decidiu que a configuração da violação ao dever de lealdade no caso concreto ocorreu também tendo em vista a prática dos seguintes atos pelos administradores e pelo acionista: "Os réus agiram com absoluta inobservância de seus deveres quanto ao dever de lealdade para com a empresa na qual eram diretor e acionista majoritário, havendo manifesto desvio e abuso de poder, o que viola os arts. 153, 155 I e II da Lei 6404/76 em razão das ações praticadas, tais como descontos ilegais de duplicatas, ausência de repasse dos numerários ao caixa da firma, contato em prol de empresa concorrente, pagamento a maior dos honorários da diretoria no período entre 1988 e 1991, retirada de importância a título de honorários mesmo tendo renunciado a eles, restando claro o dever de ressarcir os prejuízos provocados." (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 14ª Câmara Cível. Apelação Cível nº 2006.001.63659. Relator Desembargador Ferdinando do Nascimento. Julgado em 21 de março de 2007.)

¹⁶² Este entendimento foi adotado pelo Superior Tribunal de Justiça no REsp 600.784/RS, do qual pode se destacar o seguinte trecho da ementa: "o Código de Defesa do Consumidor incide na relação jurídica posta a exame, porquanto, não basta que o consumidor esteja rotulado de sócio e formalmente anexado a uma Sociedade Anônima para que seja afastado o vínculo de consumo." (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 600.784/RS. Relatora: Nancy Andrighi. Julgado em 16 de junho de 2005. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 27 nov. 2016.)

6.2 Principais Atribuições dos Membros do Conselho de Administração de Sociedades Anônimas

De acordo com a Lei 6.404, o conselho de administração é um órgão de deliberação colegiada, o que "significa que suas atribuições são exercidas pelo conjunto dos membros, e não por estes, individualmente."¹⁶³ Assim, compete ao órgão, por meio de seus membros reunidos em reuniões colegiadas, discutir e decidir as matérias específicas de sua competência. O exercício dos encargos legais e estatutários dos conselheiros se faz pela maioria dos seus integrantes, sendo a vontade, neste caso, necessariamente uma vontade coletiva.¹⁶⁴

Neste contexto, importante ressaltar os ensinamentos de Modesto Carvalhosa e Newton Latorraca:

no que respeita ao Conselho de Administração, a responsabilidade será sempre de todos os membros, salvo se os discordantes fizerem consignar em ata sua divergência ou se utilizarem dos restantes procedimentos exoneradores de responsabilidade previstos em lei. Isto porque não há ato individual eficaz em termos de competência do Conselho de Administração.¹⁶⁵

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ao comentarem sobre o fato de a Lei 6.404 estabelecer a possibilidade, ou em determinados casos, a obrigatoriedade, da existência de dois órgãos de administração (conselho de administração e diretoria) na sociedade anônima, lecionam que:

uma das razões para a dualidade de órgãos de administração é a capacidade limitada da Assembleia Geral de exercer com eficiência as atribuições de orientar os negócios sociais e fiscalizar os administradores apenas em reuniões anuais ou esporádicas (...). A subordinação dos diretores ao Conselho de Administração com funções deliberativas (...) assegura a fiscalização mais eficiente dos órgãos executivos.¹⁶⁶

¹⁶³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias**. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1031.

¹⁶⁴ "Não se pode perder de vista o específico caso dos membros do Conselho de Administração. Tratando-se de um órgão de deliberação colegiada, a solidariedade entre seus membros será sempre presumida." (GT INTERAGENTES. **A responsabilidade dos administradores e o dever de diligência**. [São Paulo]: GT Interagentes, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GT_Interagentes_Responsabilidade_Administradores.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2016.)

¹⁶⁵ CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Newton. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 3, São Paulo, Saraiva, 1997, p. 307.

¹⁶⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op cit. p. 1030.

Conforme visto acima, a função de fiscalização da gestão dos diretores e das atividades sociais da companhia por parte dos membros do conselho de administração é uma de suas principais atribuições nos termos da Lei 6.404, a qual estabelece que compete ao conselho de administração "fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos" (artigo 142, inciso III).¹⁶⁷

É importante ressaltar que não se exige que o membro do conselho de administração acompanhe todos os negócios da companhia e fiscalize todos os atos dos diretores.¹⁶⁸ Contudo, é importante que o conselheiro demonstre "ter adotado todas as cautelas pertinentes ao seu cargo", bem como que "diante de situações de risco ou estranhas ao desenvolvimento regular dos negócios sociais, tenha, efetivamente, agido para investigar e, se for o caso, empregado as medidas adequadas às circunstâncias."¹⁶⁹ O conselho de administração não pode ficar inerte ao dever descumprido pela diretoria da companhia¹⁷⁰, uma vez que o poder de fiscalizar do conselho de administração implica a obrigação de este investigar os atos praticados pelos diretores.

¹⁶⁷ Inclusive, conforme reconhecido pela CVM, "o conselho de administração não é apenas um órgão deliberativo, mas também um órgão fiscalizador e que deve ter um comportamento ativo e não meramente passivo. 48. É por este motivo que os conselheiros não podem se fiar de maneira irrestrita nos atos dos diretores, pois, se assim fosse, não precisaria a lei ter previsto a competência fiscalizadora da gestão da diretoria pelo conselho de administração. 49. Além disso, a lei não precisa definir exata e exaustivamente quais atos de gestão específicos estão englobados no dever de fiscalização dos conselheiros, nem tampouco a sua extensão. Tendo em vista a expressiva quantidade de atos que se relacionam com o dever de fiscalização e que não teriam como ser definidos em lei, o legislador, acertadamente a meu ver, optou por prever, genericamente, um standard de conduta a ser seguido pelos administradores." (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173, Dir. Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.)

¹⁶⁸ "De fato o conselho de administração não é obrigado nem responsável pela verificação diária das atividades da companhia e da diretoria e nem seria razoável que se esperasse isso de um órgão de funcionamento parcial, que se reúne de tempos em tempos e composto de uma formação larga e multidisciplinar". (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM Nº TA - RJ2002/1173, Dir. Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.)

¹⁶⁹ GT INTERAGENTES. **A responsabilidade dos administradores e o dever de diligência.** [São Paulo]: GT Interagentes, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GT_Interagentes_Responsabilidade_Administradores.pdf>. Acesso em: 20 de nov. 2016.

¹⁷⁰ "Não se pode aceitar que a negligência da Diretoria imobilize o Conselho de Administração. Se os Diretores não cumprem o dever legal de elaborar as Demonstrações Financeiras da companhia (Art. 176 da LSA), deve o Conselho de Administração, em face da gravidade do dever descumprido, tomar medidas drásticas". (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/5238, Dir. Relatora Norma Jonssen Parente, julgado em 28 de março de 2005.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050328_PAS_RJ20045238.pdf>. Acesso em: 19 out. 2016.)

Em linhas gerais, a conduta exigível do membro do conselho de administração é comparada àquela "que seria razoavelmente esperada de uma pessoa responsável ao desempenhar as mesmas funções", de modo que "se a conduta do Conselheiro ficar aquém deste padrão objetivamente estabelecido, então, ele terá violado seu dever fiduciário".¹⁷¹

Da mesma forma que não se exige do conselheiro que verifique as atividades diárias da companhia e de sua diretoria, conforme visto nos capítulos anteriores, também não se exige do administrador de fundo de investimento que fiscalize, por exemplo, a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, ou ainda que exerça juízo prévio de valor em relação à aquisição dos referidos títulos.

Neste sentido e tendo em vista todo o exposto, pode-se afirmar que a obrigação de fiscalização dos atos de gestão por parte do conselho de administração é semelhante à função fiscalizatória atribuída ao administrador de fundos de investimento em relação aos atos do gestor. Em ambos os casos, é possível afirmar que não se exige do membro do conselho de administração ou do administrador de fundo de investimento a revisão de todos os atos praticados pelos responsáveis pela efetiva condução das atividades de gestão da companhia ou do fundo de investimento, conforme o caso.

Por fim, vale destacar que além da função fiscalizatória, e sem prejuízo da possibilidade de o estatuto social da companhia fixar atribuições adicionais, outras atribuições do conselho de administração estão previstas no artigo 142 da Lei 6.404. Compete ao conselho de administração definir a orientação geral dos negócios da companhia, eleger e destituir os diretores e fixar-lhes as suas atribuições, convocar as assembleias gerais da companhia nos termos da Lei 6.404¹⁷², deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição,¹⁷³ dentre outras atribuições.

¹⁷¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 18/08, Dir. Relator Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 14 de dezembro de 2010.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

¹⁷² Nos termos da ICVM 555, em regra, a convocação das assembleias gerais de cotistas também deve ser realizada pelo administrador do fundo.

¹⁷³ Apesar de não estar no escopo do presente trabalho a análise do tratamento conferido aos administradores de fundos de investimento em participações, é relevante mencionar que a ICVM 578, de forma bastante semelhante ao disposto no artigo 142 da Lei 6.404, permite que sejam emitidas novas cotas do fundo a critério do administrador, independentemente de aprovação em assembleia geral de cotistas e de alteração ao regulamento, desde que tal possibilidade esteja prevista no regulamento.

6.3 Principais Atribuições dos Diretores de Sociedades Anônimas

Nos termos da Lei 6.404, a sociedade anônima terá uma diretoria, que será composta por, no mínimo, 2 diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembleia geral de acionistas. O estatuto social da companhia deverá fixar o número de diretores, o modo de sua substituição, o prazo de gestão dos diretores, bem como suas atribuições (artigo 138, Lei 6.404).¹⁷⁴ Vale ressaltar que, tal como o conselho de administração, a diretoria também possui o dever de fiscalização em relação aos atos de seus subordinados.¹⁷⁵

A diretoria é um órgão essencial da administração da sociedade anônima e, ao contrário do conselho de administração, "não é um órgão colegiado permanente (...), pois seus membros têm poderes de representação e exercem funções individualmente sem embargo da deliberação colegiada".¹⁷⁶

Conforme preceitua Arnaldo Rizzardo:

A diretoria constitui órgão de execução do Conselho de Administração, ou o conjunto de pessoas que coloca em prática as decisões da sociedade, indispensável para o seu funcionamento regular, isto é, que tem o poder de direção e representação (...).¹⁷⁷

A respeito das atribuições de efetivo comando e representação da sociedade anônima, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira pontuam que:

Os poderes de diretores são de gestão ou administração e de representação. O primeiro diz respeito à atividade interna da companhia e da empresa; o segundo, às relações da companhia com as pessoas de seus ambientes, compreendendo a capacidade de praticar atos imputados à companhia, como pessoa jurídica.¹⁷⁸

¹⁷⁴ "Entre os atos de gestão da competência dos diretores incluem-se: a aquisição e o arrendamento de bens e serviços ligados ao objetivo social; a contratação de mão de obra e de serviços para a sociedade, com e sem relação de emprego; o recebimento dos créditos da companhia; bem como contrair dívidas decorrentes dos negócios ordinários da companhia; para tanto emitindo, aceitando e endossando títulos de crédito." (CARVALHOSA, Modesto. Op cit. p. 244.)

¹⁷⁵ "Dentre as atribuições do Conselho e da Diretoria, previstas em lei, está o dever de fiscalizar, no caso do Conselho, os atos da Diretoria e, no da Diretoria, seus subordinados. Trata-se de um "poder-dever" bastante amplo que impõe aos administradores o controle da legalidade e legitimidade de todos os negócios dos quais a Companhia faça parte, de modo a verificar se a Diretoria ou seus subordinados estão agindo de acordo com a lei e o Estatuto e no melhor interesse da Companhia." (GT INTERAGENTES. **A responsabilidade dos administradores e o dever de diligência.** [São Paulo]: GT Interagentes, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GT_Interagentes_Responsabilidade_Administradores.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2016.)

¹⁷⁶ CARVALHOSA, Modesto. Op cit. p. 237.

¹⁷⁷ RIZZARDO, Arnaldo. **Direito de empresa: lei nº 10.406, de 10.01.2002.** 3. ed rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 531.

¹⁷⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op cit. p. 1064.

Neste sentido, pode-se afirmar que, no silêncio do estatuto social e inexistindo deliberação do conselho de administração quanto à questão, compete a qualquer diretor a prática de todos os atos necessários ao funcionamento regular da companhia. De outra forma, as funções individuais de cada um dos diretores pode ser determinada no estatuto social da companhia.¹⁷⁹ Na visão de Modesto Carvalhosa, "essa discriminação estatutária tem, outrossim, o efeito de exonerar da responsabilidade os diretores que não estejam encarregados daquelas funções, em caso de infração legal, salvo conivência ou negligência".¹⁸⁰ Neste contexto, é importante ressaltar que o cargo de diretor é um cargo de confiança, sendo as funções atribuídas ao diretor pessoais e indelegáveis, não podendo ser transferidos para outro membro da diretoria, outros órgãos da companhia ou, ainda, para terceiros.

Tendo em vista o exposto acima, é possível traçar um primeiro paralelo entre os deveres e atribuições do diretor e os deveres e atribuições do gestor de fundos de investimento no que tange à competência da diretoria para a prática de todos os atos relacionados à condução dos negócios da companhia. Da mesma forma que o diretor é o responsável por efetivamente buscar a consecução do objeto social da companhia, conforme analisado nos capítulos acima a principal atribuição do gestor é gerir a carteira de ativos do fundo em estrita observância da política de investimentos do fundo, com vistas a se obter os melhores resultados para os acionistas ou cotistas, conforme o caso.

Tal como as decisões negociais dos gestores de fundos de investimento, as decisões negociais dos diretores de sociedades anônimas também devem observar a regra do *business judgement rule*.¹⁸¹ Assim, para fins da consecução do objeto social da companhia, o diretor diligente deve tomar decisões (i) informadas, ou seja, deve buscar todas as informações necessárias para corroborar sua decisão; (ii) refletidas, o que exige uma análise, por parte do diretor, de outras alternativas ou possíveis consequências de sua decisão; e (iii) desinteressadas, de maneira que a decisão não deve resultar em benefício particular ao diretor.

¹⁷⁹ Artigo 144, Lei 6.404. "No silêncio do estatuto e inexistindo deliberação do conselho de administração (artigo 142, n. II e parágrafo único), competirão a qualquer diretor a representação da companhia e a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular."

¹⁸⁰ CARVALHOSA, Modesto. Op cit. p. 243.

¹⁸¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 21/04, Dir. Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 15 de maio de 2007**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

Além disso, conforme já mencionado acima, de acordo com a Lei 6.404 a representação da companhia é ato privativo dos diretores.¹⁸²⁻¹⁸³ A respeito do poder de representação dos diretores, vale destacar que:

O poder de representação dos diretores é geral, sujeito apenas às limitações expressas na lei, no estatuto e nas deliberações sociais. Justamente porque é impossível enumerar todos os atos que podem ser praticados pelos administradores, deve-se entender que, salvo as restrições estabelecidas na lei, no estatuto e nas deliberações sociais, os administradores podem validamente praticar todos os atos destinados ao funcionamento regular da companhia. Entende-se por funcionamento regular a prática de atos destinados à consecução do objeto social, referindo-se a lei aqui à gestão ordinária da companhia.¹⁸⁴

De certa forma, é possível traçar um paralelo entre os poderes de representação atribuídos aos diretores de sociedades anônimas e aos gestores de fundos de investimento. Conforme visto acima, compete ao diretor praticar os atos destinados à consecução do objeto social da companhia, observada eventual necessidade de manifestação prévia do conselho de administração ou da assembleia geral de acionistas, nos termos do estatuto social da companhia. Da mesma forma, a ICVM 555 estabelece que, observado o disposto no regulamento, compete ao gestor contratar, em nome do fundo, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, representando o fundo, para todos os fins de direito, para essa finalidade. Assim, percebe-se que a regulamentação aplicável atribui a ambos o poder de representação da companhia ou do fundo de investimento, conforme o caso. Entretanto, é de suma importância destacar que, ao passo que nas sociedades anônimas o poder de representação dos diretores é "geral", de maneira que estes podem "validamente praticar todos os atos destinados ao funcionamento regular da companhia", conforme palavras de Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, no âmbito dos fundos de investimento, o poder de representação "geral" do fundo é atribuído ao seu administrador, sendo atribuído ao gestor o poder de representação do fundo somente em casos específicos determinados pela ICVM 555.

¹⁸² Sobre o poder de representação dos diretores, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira assinalam: "Diretores são os órgãos da companhia que têm atribuições de comandar a empresa e praticar atos perante terceiros. Não a representam, no sentido de substituí-la, ou estar em seu lugar, como ocorre com o mandatário, porque são órgãos, ou partes da organização da companhia. Daí Pontes de Miranda (1954, Tomo I, § 75, p. 286) dizer que, em sentido próprio, não "representam" mas "presentam" a companhia perante terceiros." (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op cit. p. 1063)

¹⁸³ Vale ressaltar que o conselho de administração não tem poderes de representação da sociedade anônima, "nem pode, em nome dela, contrair obrigações. Tomadas as deliberações pelo conselho de administração, cabe à diretoria executá-las." (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Op cit. p. 387)

¹⁸⁴ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. Op cit. p. 417.

7 CONCLUSÃO

Por meio do presente trabalho, se buscou analisar quais são os principais deveres e responsabilidades dos administradores e gestores de fundos de investimento constituídos nos termos da ICVM 555, bem como avaliar em que medida tais deveres e responsabilidades são semelhantes e/ou distintos a depender das funções atribuídas pela regulamentação aplicável a cada um destes prestadores de serviços do fundo. Neste contexto, e como forma de tornar a análise pretendida mais rica e aprofundada, os deveres e as responsabilidades de ambos foram abordados, em um primeiro momento, em conjunto e, em um segundo momento, de forma separada.

Resumidamente, foi possível verificar que o administrador é responsável por constituir o fundo de investimento, bem como pela prática de todos os atos necessários ao seu regular funcionamento e manutenção, ao passo que nas hipóteses em que a gestão da carteira for delegada a terceiro, compete ao gestor negociar e contratar os ativos financeiros em nome do fundo, sendo, em regra, o responsável pelas decisões de investimento e desinvestimento relacionadas ao fundo e seus ativos. Apesar de a CVM estar, cada vez mais, buscando delinear com mais precisão as funções do administrador e do gestor de fundos de investimento, em muitos casos ainda é tênue a linha que separa as responsabilidades de ambos, o que significa que, muitas vezes, não é possível verificar no caso concreto claramente qual é o exato papel que deve ser exercido por cada um destes prestadores de serviços.

Neste trabalho, optou-se por conferir especial ênfase aos deveres de diligência e de lealdade atribuídos aos administradores e gestores de fundos de investimento primeiramente por se tratar de dois dos principais deveres impostos a ambos pela regulamentação aplicável. Em segundo lugar, e tendo em vista o paralelo que se buscou traçar entre os deveres e responsabilidades dos prestadores de serviços de fundos de investimento e conselheiros e diretores de sociedades anônimas, por se tratar de deveres que também estão expressamente consagrados na Lei 6.404. A respeito da conceituação do dever de diligência e do dever de lealdade, tanto no âmbito dos fundos de investimento, quanto no âmbito das sociedades anônimas, foi possível verificar que o legislador pátrio optou por adotar conceitos abertos. Desta forma, o ordenamento jurídico brasileiro não lista de forma taxativa as condutas recomendadas e/ou vedadas para fins do cumprimento dos referidos deveres. Por esse motivo, a extensão, o conteúdo e os desdobramentos dos deveres de diligência e de lealdade são temas amplamente debatidos e revistos pela doutrina e pelos precedentes da CVM.

Após a análise pormenorizada da regulamentação aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento, da doutrina especializada, bem como dos precedentes da CVM e dos órgãos judiciais competentes, foi possível concluir que o cumprimento do dever de diligência por parte do administrador de fundo de investimento se dará de forma distinta do cumprimento do dever de diligência por parte do gestor, principalmente pelo fato de que a CVM confere diferentes deveres e atribuições a ambos. A este respeito, supõe-se que a atribuição de diferentes regimes de responsabilização decorre da lógica de que as atuações do administrador e do gestor são distintas e devem ser complementares. Conforme analisado nos capítulos acima, a depender do contexto no qual é aplicado, o dever de diligência possui um conteúdo mais gerencial, aplicável especialmente ao gestor, ou um conteúdo mais fiscalizatório, aplicável especialmente ao administrador de fundos de investimento.

No que tange ao cumprimento do dever de lealdade por parte dos prestadores de serviços de fundos de investimento, foi possível notar que os comportamentos esperados do administrador e do gestor são semelhantes. Em decorrência da relação fiduciária inerente às estruturas envolvendo fundos de investimento, o dever de lealdade pode ser considerado um dos pilares do dever fiduciário do administrador e do gestor perante o fundo e seus cotistas. Neste sentido, uma violação ao dever de lealdade será verificada sempre que se constatar que a atuação do administrador e/ou do gestor de fundos de investimento não foi honesta ou pautada pelos melhores interesses do fundo e de seus cotistas.

Diante do exposto ao longo deste trabalho, foi possível concluir que, de maneira geral, os deveres e funções atribuídos aos administradores de fundos de investimento não são semelhantes aos deveres e funções atribuídos aos gestores de fundos de investimento. A regulamentação aplicável atribui a cada um destes prestadores de serviços deveres e funções específicas e complementares. Apesar de ambos possuírem a obrigação de atuarem de forma diligente e leal perante o fundo e seus cotistas, a aplicação dos conceitos de dever de diligência e dever de lealdade ao caso concreto ensejam obrigações distintas, que dependem do contexto nos quais tais conceitos são aplicados (se em relação às obrigações do administrador ou do gestor).

Ainda, o presente trabalho teve por objetivo analisar qual espécie de responsabilidade civil rege o cumprimento dos deveres legais atribuídos ao administrador e ao gestor de fundos de investimento sob a ótica das instruções normativas da CVM e da jurisprudência dos órgãos judiciais e administrativos competentes. Foram analisados os regimes da responsabilidade subjetiva, da responsabilidade objetiva, bem como da responsabilidade subjetiva com a inversão do ônus da prova. Não obstante não se tratar de uma questão pacífica na doutrina e

na jurisprudência, foi possível verificar que a corrente doutrinária majoritária defende a aplicação do regime da responsabilidade subjetiva aos prestadores de serviços de fundos de investimento, o que significa dizer que para que o administrador e/ou o gestor sejam responsabilizados civilmente pelos danos causados a terceiros, será sempre necessário demonstrar que houve uma conduta culposa, dano enexo de causalidade entre tal conduta e o dano.

Por fim, o presente trabalho buscou traçar um paralelo entre as atribuições e responsabilidades do administrador e do gestor de fundos de investimento e dos conselheiros e diretores de sociedades anônimas, de maneira que se analisou em que medida os deveres e funções atribuídos aos conselheiros e diretores de sociedades anônimas são semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela regulamentação aplicável aos prestadores de serviços de fundos de investimento. Neste contexto, e com o objetivo de se traçar um paralelo ainda mais específico, foi examinado em que medida os deveres e funções atribuídos aos administradores de fundos de investimento são semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela Lei 6.404 aos membros do conselho de administração, bem como em que medida os deveres e funções atribuídos aos gestores de carteiras de valores mobiliários são semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela Lei 6.404 aos diretores.

Diante da análise dos deveres previstos na Lei 6.404 e da jurisprudência da CVM e dos órgãos judiciais competentes sobre o tema, foi possível verificar que, de maneira geral, o regime de responsabilização dos administradores de sociedades anônimas é semelhante ao regime de responsabilização previsto na regulamentação da CVM aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento. Conforme analisado nos capítulos acima, a regra geral é a responsabilidade individual por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou ao estatuto social, conforme o caso, ou ainda às disposições regulamentares aplicáveis, sem prejuízo da possibilidade de responsabilidade solidária em determinados casos, observadas as especificidades de cada regulamentação aplicável. Além disso, todos possuem o dever de sempre agir de boa-fé e no interesse da companhia e de seus acionistas ou do fundo e de seus cotistas, conforme o caso. Adicionalmente, tanto o administrador e o gestor de fundos de investimento, quanto os conselheiros e diretores de sociedades anônimas, estão sujeitos ao dever de diligência e ao dever de lealdade, sendo o cumprimento de tais deveres verificados por meio de uma análise pormenorizada das especificidades do caso concreto. De modo geral, foi possível concluir que os deveres e funções atribuídos aos conselheiros e diretores de sociedades anônimas são

semelhantes aos deveres e funções atribuídos pela regulamentação aplicável aos prestadores de serviços de fundos de investimento.

No que tange ao paralelo traçado entre os deveres e responsabilidades dos administradores de fundos de investimento e os deveres e funções os membros do conselho de administração, pode-se afirmar que a principal semelhança diz respeito à função de fiscalização atribuída a ambos pela regulamentação aplicável. Foi possível verificar que a função fiscalizatória imposta ao administrador de fundos de investimento em relação aos atos do gestor é semelhante à obrigação de fiscalização dos atos de gestão por parte dos membros do conselho de administração.

A respeito do paralelo traçado entre os deveres e funções atribuídos aos gestores de fundos de investimento e os deveres e funções atribuídos aos diretores de sociedades anônimas, foi possível identificar que, da mesma forma que o diretor é responsável pela consecução do objeto social da companhia, o gestor tem como principal atribuição gerir a carteira de ativos do fundo observada sua política de investimentos. O objetivo de ambos deve ser sempre pautado na busca pela obtenção dos melhores resultados para os acionistas ou cotistas, conforme o caso.

Ainda, de certa forma foi possível traçar um paralelo entre os poderes de representação atribuídos aos diretores de sociedades anônimas e aos gestores de fundos de investimento. Contudo, uma diferença fundamental neste caso reside no fato de que, ao passo que nas sociedades anônimas o poder de representação dos diretores é amplo e geral, no âmbito dos fundos de investimento o gestor possui o poder de representar o fundo em casos específicos e para determinadas finalidades somente.

Em suma, diante dos paralelos que se pôde traçar neste trabalho, foi possível concluir que, de maneira geral, os deveres e funções atribuídos aos administradores são semelhantes aos deveres e funções atribuídos aos membros do conselho de administração, bem como que os deveres e funções atribuídos aos gestores são semelhantes aos deveres e funções atribuídos aos diretores.

8 REFERÊNCIAS

ANBIMA; FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Anuário de Fundos de Investimento 2015**. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2015/pt/default.aspx>>. Acesso em: 14 jun. 2016.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 7ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2001.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 555** de 04 de junho de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>>. Acesso em: 10 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 356** de 24 de janeiro de 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst356.html>>. Acesso em: 10 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 578** de 30 de agosto de 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst578.html>>. Acesso em: 10 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 409** de 18 de agosto de 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst409.html>>. Acesso em: 10 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 558** de 27 de março de 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst558.html>>. Acesso em: 10 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2011/2514, Dir. Relator Otavio Yazbek, julgado em 22 de março de 2011**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0008/7638-1.pdf>>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/2345, Dir. Relator Otavio Yazbek, julgado em 21 de fevereiro de 2006**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4755-0.pdf>>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM nº 14/2011 – Processo CVM RJ-2007-11580**. Disponível em: <www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2011/sdm1411-relatorio.doc>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 25/03, Dir. Relator Eli Loria, julgado em 25 de março de 2008**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/12201, Dir. Relatora Luciana Dias, julgado em 4 de agosto de 2015**. Disponível em: <

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150804_PAS_RJ201212201.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Inquérito Administrativo CVM N° TA - RJ2002/1173, Dir. Relatora Norma Johssen Parente, julgado em 2 de outubro de 2003.** Disponível em: <
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031002_PAS_RJ20021173.pdf>. Acesso em 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 18/08, Dir. Relator Alexsandro Broedel Lopes, julgado em 14 de dezembro de 2010.** Disponível em:<
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise Audiência Pública SDM n° 14/2011 – Processo CVM RJ-2007-11580, de 26 de março de 2015.** Disponível em:<
http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2011/sdm1411.html>. Acesso em: 30 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2005/1443, Dir. Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 10 de maio de 2006.** Disponível em:<
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060510_PAS_RJ20051443.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 08/05, Dir. Relator Eli Loria, julgado em 12 de dezembro de 2007.** Disponível em:<
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20071212_PAS_082005.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 21/04, Dir. Relator Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 15 de maio de 2007.** Disponível em:<
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070515_PAS_2104.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 10/06.** Disponível em:<
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20110816_PAS_1006.pdf>. Acesso em: 09 set. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador n° RJ 24/06.** Disponível em:<
http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130218_PAS_242006.pdf>. Acesso em: 10 set. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular/CVM/SIN/N° 10/2013, de 18 de outubro de 2013.** Disponível em:< http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Oficio-Circular_CVM-SIN-N-%C2%A610-2013.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/4068, Dir. Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 26 de abril de 2016.** Disponível em:

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160426_PAS_RJ20144608.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2011/4517, Dir. Relator Otavio Yazbek, julgado em 17 de dezembro de 2013.** Disponível em:<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131217_PAS_RJ20114517.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/4472, Dir. Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, julgado em 20 de agosto de 2013.** Disponível em:<

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130820_PAS_RJ20124472.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 22/2005, Dir. Relator Marcos Barbosa Pinto, julgado em 26 de agosto de 2008.** Disponível em:<

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080826_PAS_2205.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/6924.** Disponível em:<

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20061031_PAS_RJ20056924.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/9245, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16 de janeiro de 2007.** Disponível em:<

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070116_PAS_RJ20059245.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/8542, Dir. Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa, julgado em 29 de agosto de 2006.** Disponível em:<

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060829_PAS_RJ20058542.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/5238, Dir. Relatora Norma Jonssen Parente, julgado em 28 de março de 2005.** Disponível em

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050328_PAS_RJ20045238.pdf>. Acesso em 19 out. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2012/6987, Dir. Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 13 de agosto de 2013.** Disponível em:<

http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130813_PAS_RJ20126987.pdf>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. **Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976.** Disponível em:<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. **Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em:<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 09 out. 2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1.003.893/RJ. Relator: Massami Uyeda. Julgado em 10 de agosto de 2010. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1.131.073/MG. Relatora: Nancy Andrighi. Julgado em 5 de abril de 2011. Disponível em: <<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em 15 nov. 2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 1.187.365/RO. Relator: Luis Felipe Salomão. Julgado em 22 de maio de 2014. Disponível em:<<http://www.stj.jus.br/sites/STJ>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 600.784/RS. Relatora: Nancy Andrighi. Julgado em 16 de junho de 2005. Disponível em <http://www.stj.jus.br/sites/STJ>. Acesso em 27 nov. 2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial 799.241/RJ. Relator: Raul Araújo. Julgado em 14 de agosto de 2012. Disponível em <http://www.stj.jus.br/sites/STJ>. Acesso em 15 nov. 2015.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Espírito Santo. Agravo Interno. Ap Cível AGT 35050072962 ES 35050072962 (TJ-ES). Disponível em:<www.jusbrasil.com.br>. Acesso em: 15 nov. 2015.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Agravo Interno no Agravo de Instrumento nº 0005386-21.2014.8.19.0000, julgado em 26 de fevereiro de 2014, Desembargadora Relatora Regina Lucia Passos, Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, 24ª Câmara Cível.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 6ª Câmara Cível. Apelação Cível n.º 2006.001.23268. Relator Desembargador Luis Felipe Salomão. Julgado em 19 de setembro de 2006.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 14ª Câmara Cível. Apelação Cível n.º 2006.001.63659. Relator Desembargador Ferdinando do Nascimento. Julgado em 21 de março de 2007.

BRASIL. Tribunal Regional Federal (3. Turma). Apelação Cível nº 0027680-61.2006.4.03.6100, TRF-3ª região, 3ª Turma, Rel. Roberto Jeuken, DJF3 22 de fevereiro de 2013. Disponível em:<

<http://www.jusbrasil.com.br/diarios/documentos/360326340/andamento-do-processo-n-0023493-1520034036100-apelacao-civel-12-07-2016-do-trf-3>>. Acesso em: 10 jun. 2016

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **Deveres e responsabilidades**. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das companhias. Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime jurídico dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: arts. 138 a 205**. 5.ed. rev. e atual. Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 6ª edição. ver. rev. e atual. Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARVALHOSA, Modesto e LATORRACA, Newton. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. 3, São Paulo, Saraiva, 1997.

CARVALHO, Gabriel. **O dever de diligência dos administradores de sociedade anônima**. [2-]. 26f. Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, do, Rio de Janeiro, 2-. Disponível em <http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio_resumo2012/relatorios_pdf/ccs/DIR/JUR-Gabriel%20Carvalho.pdf>. Acesso em 30 out. 2016.

CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de Responsabilidade Civil**. São Paulo: Malheiros Editores, 1997.

CINTRA, Antonio Carlos Fontes. Responsabilidades dos administradores perante a má fortuna do negócio e business judgement rule. In: **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 58, out./dez. 2012.

COELHO, Alexandre Ramos. **Indústria de Fundos de Investimento no Brasil**: um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimento. 2015. f. 58. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em:<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13779/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Mestrado_ARCoelho_%2009.06.15_FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 20 out. 2016.

COELHO, Fabio Ulhoa. A Responsabilidade Civil dos Administradores de Instituições Financeiras. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais**, São Paulo: Dialética, 1999.

COMPARATO, Fábio Konder. Obrigação de meios, de resultado e de garantia. In: WALD, Arnaldo (Org.). **Doutrinas essenciais de direito empresarial**. Vol. 4. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão; PIMENTA, Vinícius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais - Homenagem ao Prof. Osmar Brina**

Corrêa-Lima. WALD, Arnoldo; GOLÇALVES, Fernando; DE CASTRO, Moema Augusta Soares; FREITAS, Bernardo Vianna e CARVALHO, Mário Tavernard Martins de [Organizadores]. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

DIREITO, Carlos Alberto Menezes; CAVALIERI FILHO, Sérgio; TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coordenador). **Comentários ao novo código civil: da responsabilidade civil; das preferências e privilégios creditórios.** Vol. 13 - Art. 927 a 965. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

DOTTA, Eduardo Montenegro. **A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo código civil.** São Paulo: Textonovo, 2005.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada: artigos 121 a 188.** Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, São Paulo, 2011.

EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime Jurídico.** 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada.** Vol 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico.** 3.ed. Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, 2011.

EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário.** Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FRANKEL, Tamar. **Fiduciary Law.** New York: Oxford, [2-].

FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade Civil dos Administradores de Fundos de Investimento. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). **Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais.** São Paulo: Dialética, 1999.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro.** São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001.

GT INTERAGENTES. **A responsabilidade dos administradores e o dever de diligência.** [São Paulo]: GT Interagentes, 2014. Disponível em:<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GT_Interagentes_Responsabilidade_Administradores.pdf>. Acesso em: 30 de out. 2016.

JÚNIOR, Ruy Rosado de Aguiar. Aspectos Dos Fundos De Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Organizadores). **Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha.** Ribeirão Preto: Migalhas, Vol. 3, 2012.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das companhias.** Vol.1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada.** São Paulo: Saraiva, 2006.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflitos de Interesses. In: **Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do Administrador dos Fundos de Investimento. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. n. 30. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

DONATO, Milena. **Do negócio fiduciário à fidúcia**. São Paulo: Atlas, 2014.

OLIVA, Milena Donato. Indenização devida ao "Fundo de Investimento": qual quotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? In: **Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos**, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: direitos reais**. Vol. 4. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

PARENTE, Flavia. **O dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PERRICONE, Sheila. Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores. In: **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 4, n. 11, jan./mar. 2001.

RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Responsabilidade dos Administradores e Gestores e Conflito de Interesses. In: **CURSO DE FÉRIAS DO GRUPO DE ESTUDOS DE DIREITO EMPRESARIAL - DIREITO UFMG, [2-]**. Disponível em: <[http://www.gedemp.com.br/resources/curso_um/Curso%20UFMG%20-%20Conflito%20Interesses%20\(F1%C3%A1vio%20Ribeiro\).pdf](http://www.gedemp.com.br/resources/curso_um/Curso%20UFMG%20-%20Conflito%20Interesses%20(F1%C3%A1vio%20Ribeiro).pdf)>. Acesso em: 15 nov. 2015.

RIZZARDO, Arnaldo. **Direito de empresa: lei nº 10.406, de 10.01.2002**. 3. ed rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: LTR, 1996.

SANTOS, Alexandre. Deveres e responsabilidades de membros de conselhos de administração perante a CVM. In: **SEMINÁRIO DEST/MPOG**, 22 de setembro de 2015. Disponível em: <http://www.apimecsul.com.br/downloads/palestra_papel_conselheiro.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2016.

STOCCO, Rui. **Tratado de Responsabilidade Civil**. 6ª Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

TALAVERA, Glauber Moreno. Art. 957 do novo Código Civil e os fundos de investimento: In: **Revista Jus Navigandi**, Teresina, ano 8, n. 65, 1º maio 2003. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/4021>>. Acesso em: 19 nov. 2016.

TEPEDINO, Gustavo. **Novos Princípios Contratuais e Teoria da Confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers**. Disponível em: <<http://www.tepedino.adv.br/wp/wp-content/uploads/2012/09/biblioteca13.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2016.

VENOSA, Sílvio de Salvo. A responsabilidade objetiva no novo Código Civil. In: **Migalhas**, s/n, jan. 2003. Disponível em:< <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI916,11049-A+responsabilidade+objetiva+no+novo+Codigo+Civil>>. Acesso em: 14 nov. 2016.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direto civil: responsabilidade civil**. 5. edição. Vol. 4. São Paulo: Atlas, 2005.

WALD, Arnoldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. In: **Revista Forense**, n. 309. Rio de Janeiro: Forense, 1990.

WAMBIER, Teresa Arruda Alvim [Coord.], et al. **Primeiros comentários ao novo código de processo civil: artigo por artigo**. 1ª edição. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

YAZBEK, Otavio. **Representações do dever de diligência na doutrina jurídica brasileira: um exercício e alguns desafios**. In: KUYVEN, Luiz Fernando Martins (Coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012.