

MANIFESTAÇÃO SOBRE A AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N.º 08/2020



**CENTRO DE ESTUDOS DO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS
DA FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

São Paulo, 15 de abril de 2021



São Paulo, 15 de abril de 2021

À

Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
(via e-mail para audpublicaSDM0820@cvm.gov.br)

APRESENTAÇÃO

O Centro de Estudos do Mercado Financeiro e de Capitais (“CEM”) é uma atividade de extensão da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (“FDUSP”) vinculada ao Departamento de Direito Comercial, sob a coordenação acadêmica do Professor Dr. Francisco Satiro de Souza Jr.

Formado por graduandos em Direito de várias faculdades de São Paulo e graduandos de outros cursos da Universidade de São Paulo, o CEM tem como pilar a contribuição para discussões atuais acerca do mercado de capitais. Busca-se tanto o desenvolvimento de nossos próprios membros e o fomento à pesquisa quanto a projeção do ambiente acadêmico para a comunidade, participantes do mercado e entidades reguladoras.

Esta manifestação consiste no resultado de estudo acadêmico conduzido por grupo de trabalho de parte dos membros do CEM, não devendo ser tomada como a opinião da Universidade de São Paulo, da FDUSP, do Departamento de Direito Comercial ou de seus docentes. Reflete, apenas e tão-somente, a interpretação e análise dos autores que subscrevem este documento.

Sendo as sugestões a seguir entendidas pelo grupo como oportunas ao Edital e à Minuta para o momento, aproveitamos para enviar nossos votos de estima a esta D. CVM e nos colocar à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários pelo endereço de e-mail cem.fdup@gmail.com.



SUMÁRIO

I. ESCOPO DO ESTUDO E DA MANIFESTAÇÃO	3
II. A EVOLUÇÃO DO INSTITUTO DA SOLIDARIEDADE ENTRE ADMINISTRADORES, GESTORES E PRESTADORES DE SERVIÇO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NAS INSTRUÇÕES DA CVM.....	4
III. LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA E A RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA ENTRE PRESTADORES DE SERVIÇOS	7
IV. RAZÕES PARA MANUTENÇÃO DO REGIME DE RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA ENTRE PRESTADORES DE SERVIÇO DO ARTIGO 76, § 2º DA MINUTA PARA FUNDOS DE INVESTIMENTO DESTINADOS AO PÚBLICO EM GERAL	9
IV.1 Aplicabilidade do CDC nas relações entre cotistas e prestadores de serviço	9
IV.2 Regime de responsabilidade solidária de cadeia de fornecimento de serviços no âmbito do CDC.....	11
IV.3 Manutenção da aplicabilidade do CDC e do regime de responsabilidade solidária aos fundos de investimento destinados a investidores de varejo frente às alterações promovidas pela Lei de Liberdade Econômica	14
IV.4 Melhor distinção entre o regime de responsabilidade aplicável aos fundos de investimento que tenham investidores de varejo como público-alvo e fundos de investimento destinados a investidores qualificados e profissionais.....	16



I. ESCOPO DO ESTUDO E DA MANIFESTAÇÃO

O presente estudo trata do Edital de Audiência Pública SDM n.º 08/2020, proposto pela Comissão de Valores Mobiliários (“Edital” e “CVM”, respectivamente), no qual foi apresentada e posta à discussão a minuta de resolução (“Minuta”) com vistas à reforma do arcabouço regulatório dos fundos de investimento, uma indústria de suma importância econômica para o país.

Tal reforma vem, ao lado de outras mudanças, na esteira das alterações promovidas pela Lei n.º 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“Lei de Liberdade Econômica”), demonstrando os esforços da CVM para adaptar seu arcabouço normativo à nova realidade imposta por referida lei que, em matéria de fundos de investimento, introduziu o capítulo “Do Fundo de Investimento” (artigos 1.368-C a 1368-F) à Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada (“Código Civil”).

Em consonância com os fins eminentemente liberais da Lei de Liberdade Econômica, a Minuta busca, de forma inequívoca, aproximar a regulação nacional do *benchmarking* dos mercados estrangeiros e, também, promover a redução dos custos de observância dos *players* sujeitos à competência do regulador.

Ante ao número vasto de disposições da Minuta, o grupo buscou selecionar uma única disposição para manifestação, tendo sido escolhida como opção de recorte a previsão do artigo 76, § 2º¹, inserido na Seção I (disposições gerais) do Capítulo VII, que trata sobre prestadores de serviço. Tal artigo prevê, *in verbis*:

Art. 76. O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo.

(...)

§ 2º Caso o serviço seja prestado em benefício de classe de cotas destinada ao público em geral, o contrato de prestação de serviços deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e o terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.

¹ Exceto se expressamente indicado em contrário, todas as referências a dispositivos da Minuta dirão respeito ao corpo da resolução (parte geral aplicável a todos os fundos de investimento), e não a um de seus anexos normativos ou suplementos.



Em suma, referido dispositivo manteve a previsão de responsabilidade solidária entre determinados prestadores de serviço², a exemplo do previsto no artigo 79, § 2º da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada (“ICVM 555”)³. A inovação da Minuta, no entanto, fica por conta do estreitamento das hipóteses em que tal responsabilidade solidária se aplica, isto é, apenas aos prestadores de serviços de fundos de investimentos que tenham cotas destinadas ao público em geral, ou seja, incluindo investidores de varejo⁴.

Nesse sentido, por entendermos ser acertada e benéfica ao mercado a decisão da CVM de manter a responsabilidade solidária para as classes de cotas acessíveis pelo público em geral⁵, e cientes das já manifestas críticas da indústria quanto a este ponto⁶ (indicando que, provavelmente, a CVM receberá manifestações sugerindo a exclusão da regra da Minuta), buscaremos demonstrar algumas das principais razões que tornam sua manutenção positiva para a indústria em questão.

II. A EVOLUÇÃO DO INSTITUTO DA SOLIDARIEDADE ENTRE ADMINISTRADORES, GESTORES E PRESTADORES DE SERVIÇO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NAS INSTRUÇÕES DA CVM

O artigo 265 do Código Civil afirma que “*solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes*”. Tem-se que o regime geral do Código Civil é o da responsabilidade

² No caso, entre cada prestador de serviços essenciais – administrador fiduciário e gestor de recursos – e aqueles por ele contratados. O rol de serviços que podem ser contratados foi trazido na Minuta pelo art. 79, § 1º (para o administrador fiduciário) e 80, III (para o gestor de recursos).

³ “Art. 78. (...) § 2º O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados: I – gestão da carteira do fundo; II – consultoria de investimentos, inclusive aquela de que trata o art. 84; III – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros; IV – distribuição de cotas; V – escrituração da emissão e resgate de cotas; VI – custódia de ativos financeiros; VII – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e VIII – formador de mercado. (...) Art. 79. (...) § 1º Compete ao administrador, na qualidade de representante do fundo, efetuar as contratações dos prestadores de serviços, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente. § 2º Os contratos firmados na forma do § 1º, referentes aos serviços prestados nos incisos I, III e V do § 2º do art. 78, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM” (grifou-se).

⁴ Importante notar que há na Minuta outras hipóteses de solidariedade entre prestadores de serviços, voltadas aos casos de delegação de uma atividade entendida pela CVM como central para determinado prestador de serviços essencial. São elas: (i) contratação, pelo administrador, de serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos (art. 79, § 6º, da Minuta); (ii) contratação, pelo gestor, do serviço de cogestão da carteira de ativos (art. 80, § 5º, I, “b”, da Minuta); e (iii) contratação, pelo gestor, do serviço de consultoria especializada para FIDC (art. 38, § 3º, do Anexo Normativo II). Essas hipóteses não serão objeto da presente manifestação.

⁵ Nota-se que a Minuta propõe a criação de “classes de cotas” dentro de um mesmo fundo de investimento com direitos, obrigações e patrimônio distintos. Nesse sentido, a classe de cotas passa a ser o instituto que mais se aproxima ao que hoje entendemos por fundo de investimento.

⁶ Vide, por exemplo, manifestação unânime das convidadas do BTG Pactual, Stocche Forbes e Mattos Filho em evento promovido pela Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=1DHMMtuobjQ&t=4s>.



individual, e não há qualquer lei que imponha solidariedade entre prestadores de serviços de fundos de investimento de forma geral – exceção feita à Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990, conforme alterada (“Código de Defesa do Consumidor” ou “CDC”), na hipótese específica de relações consumeristas, de que trataremos mais à frente.

A CVM, na qualidade de reguladora do mercado de capitais brasileiro, não teria competência para alterar o regime de responsabilidade civil aplicável a tais prestadores de serviço. Essa competência recai, naturalmente, sobre o legislador.

Contudo, em sua atividade normativa, a CVM passou a exigir cláusula de solidariedade nos contratos firmados pelo administrador fiduciário, em nome do fundo de investimento, junto a terceiros devidamente habilitados ou autorizados para a prestação de serviços de **(i)** gestão de carteira; **(ii)** tesouraria, controle e processamento de ativos financeiros; e **(iii)** escrituração da emissão e resgate de cotas⁷.

Em 2004, por meio da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, a autarquia positivou dito entendimento no § 2º do artigo 57, o qual previa que os contratos celebrados pelo administrador, em nome do fundo, com o prestador de serviços de gestão deveriam conter cláusula expressa de responsabilidade solidária. Assim, assentou entendimento de que a responsabilidade por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM recairia solidária e necessariamente sobre o administrador do fundo e o terceiro contratado.

A lógica do instituto foi explicada pelo ex-Presidente da CVM, Marcelo Trindade, no PAS 2005/9245:

O que a norma do § 2º do art. 57 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.

Passados dez anos, a referida norma foi revogada e os fundos de investimentos passaram a ser regulados pela ICVM 555. A nova redação trouxe diversos avanços para o mercado de fundos de investimento no Brasil. Contudo, no que tange a responsabilidade dos administradores e prestadores de serviço, esta limitou-se a reproduzir a antiga previsão normativa.

⁷ Artigo 79, § 2º, da ICVM 555, transcrito acima.



De fato, o § 2º do artigo 79 da ICVM 555 manteve a previsão de responsabilidade solidária entre o administrador e determinados terceiros contratados. Veja-se:

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

Ainda, a responsabilidade solidária em questão tem como pressuposto a configuração de culpa ou dolo do terceiro, em desrespeito às normas da CVM ou ao regulamento do fundo⁸. Assim, a responsabilidade solidária do administrador surge por ter elegido este terceiro como apto, em suposto descumprimento a normas de *compliance* às quais está submetido⁹.

Especificamente quanto aos FIP, a Instrução CVM nº 578/2016, de 30 de agosto de 2016, excluiu a exigência de cláusula de solidariedade na contratação de gestor de carteira¹⁰. Deste modo, a regra escolheu responsabilizar o gestor de maneira individual, passando a prever a solidariedade somente entre o administrador e as atividades de tesouraria; de controle e processamento dos ativos; e de escrituração da emissão e resgate de cotas, distanciando o administrador de responsabilidades perante cotistas de decisões tomadas pelo gestor. Tal alteração ocorreu muito em decorrência da participação da Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity – ABVCAP na Audiência Pública SDM n.º 05/2015¹¹.

⁸ PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 167.

⁹ DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 151.

¹⁰ “Art. 33. (...) § 2º O administrador pode contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços para o fundo: I – gestão da carteira do fundo; II – consultoria de investimentos; III – atividades de tesouraria; IV – atividades de controle e processamento dos ativos; V – distribuição de cotas; VI – escrituração da emissão e resgate de cotas; VII – custódia de ativos financeiros; e VIII – formador de mercado para as cotas do fundo. § 3º Compete ao administrador, na qualidade de representante do fundo, efetuar as contratações dos prestadores de serviços, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente. § 4º Os contratos firmados na forma do § 3º, referentes aos serviços prestados nos incisos III, IV e VI do § 2º, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM” (grifou-se).

¹¹ O Relatório da Audiência Pública SDM n.º 05/2015, comentando os argumentos trazidos pela ABVCAP, afirma: “A obrigação de se incluir cláusula de solidariedade no contrato firmado entre o administrador e o gestor foi excluída, tendo em vista o fato de que a carteira de investimento do FIP é significativamente diferente da carteira dos fundos regulados pela Instrução CVM n.º 555, de 2014, e o fato das particularidades presentes na atuação do gestor e do administrador do FIP quando comparada com a sua atuação para os demais fundos. O gestor do FIP deve se fazer presente na administração da sociedade investida, tendo em vista a obrigação de o fundo influenciar na gestão dessa sociedade, o que não ocorre para os fundos da Instrução CVM n.º 555, de 2014. Em algumas ocasiões, essa influência exercida na investida pode embutir determinados riscos para o gestor, os quais o administrador, em sendo solidário, também se sujeitaria. Entretanto, esse risco pode ser de difícil



Em 2019, como retroexposto, a publicação da Lei de Liberdade Econômica alterou o Código Civil, introduzindo neste um novo capítulo para tratar de regras aplicáveis a fundos de investimento, que exploraremos a seguir.

III. LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA E A RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA ENTRE PRESTADORES DE SERVIÇOS

Como mencionado, a Lei de Liberdade Econômica instituiu base legal ao fundo de investimento, tratando, dentre diversos temas, do regime de responsabilidade civil aplicável a seus prestadores de serviços.

Referida lei, no recém-criado artigo 1.368-D, § 2º, inciso II, do Código Civil, dispôs que:

Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

(...)

II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade;

Aqui, pela literalidade do inciso e, também, pela finalidade da Lei de Liberdade Econômica, verifica-se de salto a intenção do legislador de, no âmbito civil, limitar a responsabilidade de prestadores de serviço na indústria de fundos, excluindo expressamente a hipótese de solidariedade.

Tal norma foi ao encontro dos interesses dos *players* do mercado, tendo havido estudiosos do tema que se manifestaram no sentido de que a novidade atenderia inclusive aos interesses dos próprios investidores. A justificativa seria a de que a exigência da responsabilidade solidária representaria um aumento na taxa de administração cobrada pelos administradores fiduciários, uma vez que os riscos de responsabilização pessoal aumentariam para esses. Ademais, haveria também um menor incentivo à concorrência, bem como uma redução na oferta dessa atividade, dado que o encarecimento desse produto diminuiria consequentemente a sua procura¹².

mensuração pelo administrador, ainda que exerça adequadamente o seu dever de diligência e monitoramento das atividades do FIP”.

¹² Nas palavras do hoje diretor Alexandre Rangel, “as maiores e mais importantes instituições de mercado que prestavam o serviço de administração fiduciária descontinuaram suas atividades nesse segmento ou limitaram sua atuação a atendimentos internos de sua própria estrutura de clientes. Não há dúvida de que a regulamentação hoje em vigor acabou reduzindo a concorrência e a competição saudável no setor” (RANGEL, Alexandre.

Com a edição da Lei de Liberdade Econômica, a CVM emitiu nota na qual afirmou que não cabia aplicação imediata da prerrogativa contida no artigo 1.368-D, inciso II, aos fundos de investimento em que exigência regulatória impunha cláusula de solidariedade e que “*a regulamentação dos FIDC e FII não contém exigência de cláusula contratual estipulando responsabilidade solidária; assim, para esses fundos, é possível desde já se aplicar a faculdade prevista na lei*”¹³.

Parte da doutrina entendeu que, de fato, a aplicação da Lei de Liberdade Econômica dependeria da reforma das normas da CVM¹⁴, mas houve quem se posicionasse no sentido de que a autarquia, em tal reforma, não poderia continuar impondo a solidariedade mandatória entre prestadores de serviços, sob pena de atuar contrariamente ao texto de lei (*contra legem*):

*De qualquer forma, o novo texto legal, ao se referir expressamente a ‘sem solidariedade’, não parece deixar margem para que a autarquia continue a impor a cláusula de solidariedade na contratação de prestadores de serviços*¹⁵.

No entanto, a posição da CVM na discussão foi no sentido de que, tendo em vista que o *caput* do artigo 1.368-D do Código Civil amparou a observância à regulamentação da autarquia, estaria ela legitimada para definir as hipóteses em que o regulamento de um fundo de investimento poderia prever a limitação do inciso II.

Perspectivas regulatórias dos fundos de investimento. JOTA.info, 21 jan. 2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/perspectivas-regulatorias-dos-fundos-de-investimento-21012020>). No mesmo sentido, Sussekind e Wellisch afirmam que o “*art. 79, § 2º da Instrução CVM 555/2014 (...) acaba por inibir a permanência e o ingresso de novos administradores ao mercado*” (SUSSEKIND, Carolina S.; WELLISCH, Julya S. M. **Novidades para a indústria de fundos de investimento: Notas sobre a ‘Declaração de Direitos de Liberdade Econômica’ e seus impactos.** JOTA.info, 21 maio de 2019. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/novidades-para-a-industria-de-fundos-de-investimento-21052019>). Tratando do aumento da taxa de administração, por sua vez, Natalie Sequerra afirma que “*a solidariedade entre administrador e gestor acaba por encarecer os custos das prestações de serviços, gerando, por vezes, a diminuição na sua oferta*” (SEQUERRA, Natalie. **A solidariedade nos fundos de investimento.** Revista Valor Econômico, 18 jul. 2017. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2017/07/18/a-solidariedade-nos-fundos-de-investimento.ghtml>).

¹³ CVM. **Publicada a Lei da Liberdade Econômica.** 23 set. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190923-3.html>.

¹⁴ Se referindo ao inciso I do artigo 1.368-D do Código Civil, o qual disserta sobre o regulamento do fundo poder limitar a responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas, Otavio Yazbek afirma que “*a CVM pode regulamentar a matéria e, ao assim fazer, ela pode, inclusive, definir os casos em que se justifica ou não limitar a responsabilidade (...)*”. Já ao dissertar especificamente sobre o inciso II, aquele que explana sobre a não solidariedade dos prestadores de serviço, o ex-Diretor da CVM sustenta: “*E, aqui também, essa possibilidade depende de regulamentação da CVM*” (YAZBEK, Otavio. **A lei n.º 13.874/2019 e os fundos de investimento.** In: SALOMÃO, Luis F.; CUEVA, Ricardo V. B.; FRAZÃO, Ana (org.). *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro.* Livro digital. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, itens 4.2 e 4.3).

¹⁵ VIO, Daniel de A. Artigo 7, 157: **Fundos de Investimento – Comentário Geral.** In: CUNHA FILHO, Alexandre J. C. da; PICCELLI, Roberto R.; MACIEL, Renata M. (coord.). *Lei da Liberdade Econômica: Anotada.* São Paulo: Quartier Latin, 2020, v. 2, p. 310.



Essa interpretação, que entendemos acertada, materializou-se na Minuta por meio da obrigação de cláusula de solidariedade na contratação de prestadores de serviços por aqueles chamados de “essenciais” (englobando administrador fiduciário e gestor de recursos, e não mais apenas o primeiro) quando tal contratação se der para classes voltadas ao público em geral, nos termos do art. 76, § 2º.

IV. RAZÕES PARA MANUTENÇÃO DO REGIME DE RESPONSABILIDADE SOLIDÁRIA ENTRE PRESTADORES DE SERVIÇO DO ARTIGO 76, § 2º DA MINUTA PARA FUNDOS DE INVESTIMENTO DESTINADOS AO PÚBLICO EM GERAL

IV.1 Aplicabilidade do CDC nas relações entre cotistas e prestadores de serviço

A aplicabilidade do CDC ao mercado de produtos de investimento é bastante controversa.

Especificamente nas relações entre cotistas e prestadores de serviço de fundos de investimento, tal assunto é objeto de intenso debate doutrinário no que diz respeito a duas questões em especial: (i) a aplicabilidade do CDC às instituições financeiras e aos serviços de administração de carteira por elas prestados; e (ii) a possibilidade dos cotistas que investem em fundos de investimento serem considerados consumidores.

No tocante ao primeiro item, já foi editado pelo E. Superior Tribunal de Justiça a súmula de nº 297, a qual indica que: “*O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras*”.

Já quanto ao segundo item, há doutrinadores que argumentam inexistir vulnerabilidade no caso de investidor que ocupa posição de cotista em fundo de investimento, como Rodrigo Dufloth¹⁶, ou mesmo que entendem ser eventual vulnerabilidade já tutelada por normas próprias do mercado de capitais, excluindo-se a caracterização de consumidor, como Nelson Eizirik¹⁷. No sentido contrário, parte da doutrina admite e entende ocupar o cotista a posição de consumidor, sendo essa a posição de Luciana Xavier e Rafael Santos-Pinto¹⁸.

¹⁶ DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

¹⁷ EIZIRIK, Nelson. **Temas de direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

¹⁸ XAVIER, Luciana P.; SANTOS-PINTO, Rafael. Art. 7º: **Fundos de Investimento. Art. 1.368, C, D, E**. In: MARQUES NETO, Floriano P.; ROGRIGUES JUNIOR, Otavio L; LEONARDO, Rodrigo X. (org.). *Comentários à Lei da Liberdade Econômica – Lei 13.874/2019*. Livro digital. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.



Não obstante tais posicionamentos doutrinários sobre o assunto, no âmbito do Poder Judiciário, a jurisprudência parece ter tomado o posicionamento de que a aplicabilidade ou não do CDC às relações entre cotistas e prestadores de serviço depende da análise, caso a caso, da vulnerabilidade do investidor.

Nesse sentido, parece a jurisprudência uníssona no sentido de que, ao menos nos casos em que figure investidor de varejo como cotista (vulnerável), há, inegavelmente, relação de consumo entre ele e os prestadores de serviços do fundo.

É esse o entendimento consolidado do E. Superior Tribunal de Justiça (“STJ”), o qual, em reiteradas oportunidades, já declarou ser o CDC aplicável às relações entre os cotistas e os prestadores de serviços de fundos de investimento cujas cotas sejam detidas por investidores hipossuficientes, devendo ser afastada, no entanto, nos casos de extrema experiência ou qualificação do investidor¹⁹.

Nesse sentido, veja-se no Recurso Especial (“REsp”) nº 1.326.592/GO, de relatoria do Min. Luis Felipe Salomão, julgado pela Quarta Turma do E. STJ em 07 de maio de 2019:

Ou seja, o investidor, que no mais das vezes é correntista da instituição bancária, ocupa, a toda evidência, a posição de destinatário final dos serviços prestados pelo administrador do fundo; e este a de fornecedor de serviços, tal como a definição extraída do Código de Defesa do Consumidor (artigos 2º e 3º).

Por óbvio, 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.

Nada obstante, 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 fundos de investimento como apenas mais um serviço oferecido pela instituição bancária, como qualquer outro investimento congêneres.

No mesmo sentido: AgRg no AI nº 1.140.811/RJ, Rel. Ministro MARCOS BUZZI, QUARTA TURMA, julgado em 23/02/2016, DJe 26/02/2016; REsp 1.187.365/RO, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 22/05/2014, DJe

¹⁹ Não obstante tal assertiva, o mesmo STJ já decidiu pela aplicabilidade do CDC para investidores qualificados de forma mais isolada. Nesse sentido: “No particular, verifica-se que o acórdão recorrido decidiu, fundamentada e expressamente, acerca do montante investido e da classificação do agravado como investidor qualificado, consignando ser ‘inadmissível, com base no volume investido e muito menos no porte do escritório de advocacia que patrocina a causa ou na relação de parentesco com empresários do mercado financeiro, retirar a condição de consumidor de uma determinada pessoa’ (...), de maneira que os embargos de declaração opostos pelo agravante de fato não comportavam acolhimento” (AREsp 1.525.807/RJ, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 19/08/2019, DJe 20/11/2019).



25/08/2014; REsp 1.214.318/RJ, Rel. Ministro SIDNEI BENETI, TERCEIRA TURMA, julgado em 12/06/2012, DJe 18/09/2012; REsp 1.475.162/PR, Rel. Ministro RAUL ARAÚJO, Decisão monocrática, julgado em 25/11/2019; REsp n. 1.214.318/RJ, Relator Ministro SIDNEI BENETI, TERCEIRA TURMA, julgado em 12/6/2012, DJe 18/9/2012; REsp 1.587.940/RS, Rel. Ministro ANTONIO CARLOS FERREIRA, Decisão monocrática, julgado em 28/09/2018, DJe 05/10/2018.

Logo, a despeito do debate doutrinário sobre o assunto, na prática, e especificamente no âmbito do Poder Judiciário, prevalece o entendimento de que, quando se trata de investidores de varejo (tidos como vulneráveis), a relação entre cotistas e prestadores de serviço de fundos de investimento é regida pelo diploma consumerista. Tal entendimento, por seu turno, traz consequências diretas ao regime de responsabilidade aplicável aos prestadores de serviços de fundos de investimento que acessam tais investidores.

IV.2 Regime de responsabilidade solidária de cadeia de fornecimento de serviços no âmbito do CDC

A proteção do consumidor no ordenamento jurídico brasileiro encontra fulcro, primeiramente, no texto constitucional de 1988, sendo relevante destacar a sua presença em dois capítulos de suma importância para a presente análise: **(i)** a previsão do artigo 5º, inciso XXXII, que esculpe a proteção do consumidor como um direito e garantia fundamental, o que lhe confere estabilidade constitucional, em razão da impossibilidade de abolição ou tendência de abolição até mesmo por emenda constitucional; e **(ii)** a disposição do artigo 170, inciso V, que determina ser a defesa do consumidor um princípio da ordem econômica, dotado de caráter finalístico, de modo que o exercício da atividade econômica no Brasil deve ser realizado em constante atenção à proteção do consumidor, devendo os princípios da livre iniciativa e da liberdade de contratação, por exemplo, harmonizarem-se com o fito de proteção consumerista, em vez de com ele rivalizar²⁰.

Vê-se, logo de início, que o legislador constituinte não admitiu que a defesa do consumidor seja preterida pelo ordenamento jurídico em favor de outros valores, como o desenvolvimento econômico, ainda que gozem de assento constitucional.

Com o advento do CDC, em 1990, inaugura-se, ainda, uma nova fase de proteção das relações de consumo, passando a existir verdadeiro microsistema de defesa do consumidor:

(...) uma lei de cunho inter e multidisciplinar, além de ter o caráter de um verdadeiro microsistema jurídico. Ou seja: ao lado de princípios que lhe são próprios, no âmbito da chamada ciência consumerista, o Código Brasileiro

²⁰ ALMEIDA, Borin Gavião de; VILLAÇA, Maria da Glória; WADA, Ricardo Morishita. **Os sistemas de responsabilidade no código de defesa do consumidor – aspectos gerais**. Revista de Direito do Consumidor, 41. São Paulo: RT, 2002.



*do Consumidor relaciona-se com outros ramos do Direito, ao mesmo tempo em que atualiza e dá nova roupagem a antigos institutos jurídicos*²¹.

Ora, um dos “*antigos institutos jurídicos*” que ganha um novo aspecto a partir do CDC é a figura da responsabilidade civil solidária.

Como se sabe, na solidariedade passiva, todos os devedores respondem pela totalidade do débito como se o único de sua classe fossem (artigo 275 e seguintes do Código Civil). Ensinam Nelson Rosenvald e Cristiano Chaves de Farias que tal previsão constitui uma forma de “*tutela do crédito*”, apresentando como uma exceção “*à regra geral da autonomia e do fracionamento da obrigação entre os diversos credores ou devedores*”²². Por ser excepcional, a solidariedade não se presume, mas decorre de lei ou da vontade das partes (artigo 265 do Código Civil).

No caso das relações de consumo, a solidariedade resulta do parágrafo único do artigo 7º do CDC, que traz a regra geral sobre a solidariedade da cadeia de fornecedores de produtos ou serviços. O intento do legislador é claro: tutelar o direito de ressarcimento da vítima-consumidor (artigo 6º, VI, c/c artigo 17 do CDC), em consonância com a responsabilidade objetiva ou independente de culpa (artigos 12, 13, 14, 18, 20 do CDC)²³.

O racional da legislação, portanto, é inteiramente voltado à proteção do consumidor que, por definição, é dotado de vulnerabilidade técnica e informacional perante o fornecedor que lhe presta o serviço ou que lhe fornece o produto, em sentido amplo, de modo a englobar toda a cadeia de prestação²⁴.

Aponta a doutrina que a responsabilidade decorrente de danos causados ao consumidor, diferentemente da responsabilidade aquiliana ou contratual, apresenta-se como uma *responsabilidade por danos*, que tem como escopo:

(...) Fomentar os princípios da precaução e da prevenção, prospectivamente, diante da crescente socialização dos riscos, das imprevisibilidades, dos perigos e do incremento dos casos de dano, que ensejam uma noção de responsabilidade plural, solidária e difusa – haja vista a repersonalização

²¹ FILOMENO, José Geraldo Brito. **Interpretando o Código de Defesa do Consumidor: algumas notas**. Revista Direito do Consumidor, 5/183 et seq. São Paulo: RT, 1993.

²² CHAVES, Cristiano e ROSENVALD, Nelson. **Curso de Direito Civil - Obrigações**, 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 241.

²³ MARQUES, Claudia Lima; BENJAMIN, Antonio Herman; MIRAGEM, Bruno. **Comentários ao Código de Defesa do Consumidor**, 3ª ed. Livro digital. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

²⁴ FRADERA, Véra Maria Jacob de. **O dever de informar do fabricante**. RT, v. 656, p. 53-71.



*do direito civil e do consumidor, também lastreada nos princípios da adequada reparação, da prioridade da vítima e da solidariedade*²⁵.

Assim, diferentemente do que ocorre na responsabilidade aquiliana (artigos 186 e 927, do Código Civil), nas relações de consumo, o enfoque deixa o autor do dano e passa para a vítima, cujo ressarcimento pelos prejuízos materiais ou morais sofridos passa a ser a prioridade da análise jurídica.

Importante destacar, ainda, que a solidariedade se aplica por fato ou vício do produto ou serviço, sendo o primeiro voltado à segurança da prestação, especialmente com relação à integridade física do consumidor, e o segundo, à adequação real do bem da vida fornecido às finalidades a que se propõe (por exemplo, o serviço de instalação de uma máquina de lavar deve assegurar que ela funcione)²⁶. Dessa forma, seja por fato ou por defeito da prestação entregue pelo fornecedor, o consumidor encontra-se protegido no âmbito da relação de consumo.

Tão importante é a solidariedade passiva dentre os agentes econômicos que compõem a cadeia de fornecimento para o legislador brasileiro, que este tornou ilícita a cláusula que impossibilite, exonere ou atenuie a obrigação de indenizar prevista nesta e nas seções anteriores, inclusive com relação à solidariedade na cadeia de fornecimento (artigo 25, parágrafo 1º, do CDC).

Sobre o tema, o STJ já se manifestou acerca da responsabilidade solidária entre administrador e gestor de um determinado fundo de investimento, por danos causados ao investidor-cotista, esclarecendo que incumbia ao administrador responder pelo dano mesmo quando o prejuízo decorreu da desídia do gestor:

DIREITO CIVIL E CONSUMIDOR. RECURSO ESPECIAL. FUNDO DE INVESTIMENTO. BANCO DA AMAZÔNIA. ADMINISTRADOR DO FUNDO. SUBCONTRATAÇÃO. GESTÃO DA CARTEIRA. BANCO SANTOS. SANTOS ASSET MANAGEMENT. INTERVENÇÃO DO BACEN. VALORES BLOQUEADOS. RESPONSABILIDADE. ADMINISTRADOR DO FUNDO. 1. Incide o Código de Defesa do Consumidor aos contratos celebrados entre os investidores não profissionais – de regra, pessoas físicas – e instituições financeiras administradoras de fundo de investimento. Incidência da Súmula n. 297/STJ.

²⁵ FROTA, Pablo Malheiros da Cunha. **Direito do Consumidor em Perspectiva: da responsabilidade civil à responsabilidade por danos para uma melhor tutela da vítima nas relações de consumo**. In: *25 anos do Código de Defesa do Consumidor: Trajetória e Perspectivas* - coord. Bruno Miragem, Claudia Lima Marques, Amanda Flávio de Oliveira, 1ª ed. Livro digital. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2016.

²⁶ BESSA, Leonardo Roscoe; MARQUES, Claudia Lima; BENJAMIN, Antonio Herman. **Manual de Direito do Consumidor**, 5ª ed. Livro digital. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

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.

3. O investidor em fundos deve assumir os riscos de um retorno financeiro não tão rentável ou mesmo de prejuízos decorrentes da natural flutuação do mercado de valores mobiliários, cuja sustentação depende de inúmeros fatores de ordem econômica, nacionais e internacionais.

4. Porém, a perda dos valores investidos pelo consumidor, em razão do bloqueio determinado pelo Bacen no Banco Santos, não se insere nos riscos naturais inerentes ao mercado de capitais. Muito menos se assume como possível uma perda decorrente de notórias irregularidades praticadas pelas instituições subcontratadas e que culminaram em sanções de ordem administrativa, cível e criminal de todos conhecidas.

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. (...)²⁷.

Argumenta-se que a previsão da responsabilidade solidária tende a gerar, entre os prestadores de serviços, uma preocupação acerca do nível de qualidade dos serviços prestados aos consumidores pelos demais ocupantes da cadeia econômica, uma vez que todos serão responsabilizados por eventuais danos. Dessa forma, cria-se uma cultura negocial de melhoria dos serviços prestados, por exigências dos próprios parceiros comerciais, o que atende o escopo legislativo de, por meio da adequada reparação e da prioridade da vítima, prevenir danos e solidarizar os riscos.

IV.3 Manutenção da aplicabilidade do CDC e do regime de responsabilidade solidária aos fundos de investimento destinados a investidores de varejo frente às alterações promovidas pela Lei de Liberdade Econômica

Conforme descrito no tópico III, uma das principais mudanças promovidas pela Lei de Liberdade Econômica foi criar, no Código Civil, um capítulo específico para tratar sobre a disciplina dos fundos de investimento. Esse inclui, no artigo 1368-D, a possibilidade de o regulamento do fundo dispor sobre a limitação da responsabilidade de seus prestadores de serviço, afastando, inclusive, a solidariedade.

Teriam tais mudanças, no entanto, o condão de tornar inadmissível a aplicação de solidariedade entre prestadores de serviço para todo e qualquer fundo que passe a prever, no seu regulamento, a ausência de solidariedade, tornando, assim, a manutenção da previsão de responsabilidade solidária do artigo 79, § 2º da Minuta um dispositivo *contra legem*? Em nosso entendimento, tal resposta é negativa.

²⁷ STJ, REsp 1187365/RO, Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, data do julgamento: 22/05/2014. Grifou-se.

Neste ponto, há quem sustente que o Código Civil, em sua literalidade, não fez qualquer tipo de distinção entre perfil de investidor para fins de aplicação da previsão do inciso II do novo artigo 1368-D. Isto, portanto, tornaria *contra legem* a manutenção da solidariedade em toda e qualquer hipótese para fins do artigo 76, § 2º da Minuta, seja para fundos destinados ao público em geral ou não.

No entanto, como notado pela própria CVM, não é possível ignorar a expressa menção à sua regulamentação no *caput* do dispositivo. Em sua função de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e proteção dos investidores que nele atuam, deve a CVM honrar seu mandato legalmente consagrado, inclusive no *caput* do próprio art. 1.368-D do Código Civil, para manter a responsabilidade solidária entre prestadores de serviços nas hipóteses em que considerar haver justificativa relevante para tal.

Ainda, por critérios hermenêuticos, o regime instituído pelo artigo 1368-D do Código Civil não torna inadmissível a aplicação de solidariedade aos prestadores de serviço de fundos que acessem investidores de varejo. Sabendo-se que a relação entre cotistas investidores de varejo e prestadores de serviço é regida, na prática e conforme descrito no tópico “a”, não apenas pelo Código Civil, mas também pelo CDC, verifica-se que o regime de responsabilidade solidária é, neste caso, aplicável por comando do próprio diploma consumerista.

A utilização da hermenêutica jurídica, aqui, faz-se de suma relevância. Antes que seja levantada a possibilidade de as alterações promovidas pela Lei de Liberdade Econômica terem, de algum modo, alterado o regime de responsabilidade solidária aplicado pelo CDC, há de se esclarecer que norma especial (como o é o CDC²⁸) prevalece sobre norma geral (no caso, o Código Civil²⁹) na matéria que por ela é disciplinada. Assim, sendo a relação entre cotistas investidores de varejo e prestadores de serviço tutelada pelo CDC, permanece (e prevalece) a solidariedade de cadeia de consumo prevista na lei consumerista.

Conforme tratado por Norberto Bobbio, em matéria de antinomia normativa, deve o critério da especialidade se sobressair ao critério cronológico: “*la legge generale successiva non toglie di mezzo la legge speciela precedente*”³⁰.

Válido mencionar, inclusive, o próprio texto do artigo 2º, parágrafo 2º do Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942, conforme alterada, conhecida como Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (“LINDB”), o qual indica que “*a lei nova, que estabeleça*

²⁸ GRINOVER, Ada Pellegrini e outros. **Código Brasileiro de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto**. 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1997, p. 345.

²⁹ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**, volume 1: parte geral. 15ª ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 59.

³⁰ BOBBIO, Norberto. **Teoria dell'ordinamento giuridico**, Torino, Giappichelli, 1960, p. 116.



disposições gerais ou especiais a par das já existentes, não revoga nem modifica a lei anterior”.

Logo, tratando-se de relação de consumo, afastada está a aplicabilidade do artigo 1368-D do Código Civil para fins de exclusão de responsabilidade solidária de prestadores de serviço que integrem cadeia de serviços, como é o caso dos prestadores contratados para prestarem serviços a fundos de investimento acessados por investidores de varejo.

Portanto, entendemos que não há que se falar que a manutenção, pela CVM, da previsão de responsabilidade solidária dos prestadores de serviço no artigo 76, § 2º da Minuta seja *contra legem*. Pelo contrário, a decisão de manter a solidariedade na Minuta exclusivamente para aqueles fundos que acessem o público em geral (*i.e.* investidores de varejo), acertadamente se coaduna com a disciplina legislativa sobre o assunto.

Tal narrativa encontra fundamento, inclusive, na própria tramitação do Projeto de Lei de Conversão nº 17/2019 (na Câmara dos Deputados) e 21/2019 (no Senado Federal) (“PL”), que converteu a Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019, na Lei de Liberdade Econômica. Durante a tramitação do PL, houve a tentativa de expressamente se indicar ser o CDC inaplicável a relações entre cotistas e o “fundo de investimento”³¹. Não obstante, referida proposta não prosperou, visto não constar tal dispositivo da redação final da lei.

Ante ao exposto, para fundos destinados ao público de varejo, cuja relação contratual é entendida pelo Poder Judiciário como de caráter consumerista, mantém-se a responsabilidade solidária, em consonância com a disciplina do CDC aplicada pela jurisprudência. Por outro lado, para os fundos destinados a investidores qualificados e profissionais, que não se enquadram na condição de consumidor e não estão sob tutela do CDC, exclui-se expressamente a obrigatoriedade de previsão de solidariedade, em linha com o novo artigo 1.368-D, inciso II, do Código Civil.

IV.4 Melhor distinção entre o regime de responsabilidade aplicável aos fundos de investimento que tenham investidores de varejo como público-alvo e fundos de investimento destinados a investidores qualificados e profissionais

De todo o exposto, conclui-se que deveria ser mantida a obrigatoriedade de cláusula de solidariedade entre os prestadores de serviços essenciais e aqueles por eles contratados em classes de cotas voltadas ao público em geral, visto que a relação cotista investidor de varejo-prestadores de serviços atende a todos os requisitos estabelecidos pela doutrina e legislação

³¹ No PLV 17/2019 constava, entre os atuais parágrafos 2º e 3º do artigo 1.368-C do Código Civil, dispositivo que versava: “*Não se aplica o disposto na Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990, para a relação entre os cotistas e o fundo de investimento*”.

para a configuração de relação de consumo, o que é ampla e reiteradamente firmado pela jurisprudência.

Para além de argumentos de melhor incentivo para a adoção de uma atitude mais diligente dos prestadores de serviço essenciais no desempenho de sua função de fiscalizar as atividades dos prestadores de serviços contratados³², bem como de maior probabilidade de indenização de prejuízos causados aos investidores do mercado de capitais³³, entendemos que a regra proposta na Minuta traz segurança jurídica e beneficia os próprios prestadores de serviços essenciais, ao melhor delimitar as hipóteses em que serão chamados a responder solidariamente junto a outros prestadores de serviços.

Isto, pois, um posicionamento claro da CVM quanto à aplicabilidade da responsabilidade solidária especificamente para produtos voltados a investidores de varejo possui função educacional, transmitindo ao Poder Judiciário com maior propriedade o conceito de que investidores qualificados e profissionais, conforme definidos em seu arcabouço normativo (atualmente, pela Instrução CVM nº 359, de 13 de novembro de 2011, conforme alterada) possuem reduzida (ou até inexistente) vulnerabilidade, tanto financeira quanto técnica. Não sendo configurada a vulnerabilidade, não deveriam ser tais investidores tutelados pelo CDC.

Nesse sentido, já sustentava o ex-Diretor da CVM Pablo Renteria quanto ao PL que resultou na Lei de Liberdade Econômica (a qual, como visto, não endereçou as preocupações levantadas pelo autor):

Nada obstante o recuo legislativo nesse particular, a compatibilização do Código de Defesa do Consumidor permanece sendo tema incontornável para a indústria de fundos. A aplicação descuidada das normas consumeristas vem gerando distorções significativas, uma vez que, a pretexto de proteger o cotista consumidor, torna sem efeito princípio fundamental do funcionamento do mercado de capitais, qual seja, a assunção de riscos pelo investidor. Além

³² Em linha com o que afirma Luciana Dias, ao tratar do regime atual, que impõe a solidariedade apenas ao administrador fiduciário, considerado pela CVM como *gatekeeper* da indústria, face a outros prestadores de serviços (DIAS, Luciana. **Fundos de Investimento em Direitos Creditórios**. In: HANSZMANN, Felipe (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, vol. IV, p. 512).

³³ Para Pontes de Miranda, “[a] função da solidariedade passiva é de maior vantagem e de maior probabilidade de bom êxito para o credor, inclusive quanto à facilitação da cobrança e da execução” (MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, tomo XXII, 2012, p. 435). Essa característica é potencializada pelo fato dos administradores fiduciários serem, via de regra, instituições financeiras ou demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB (artigo 1º, § 2º, da Instrução 558), sujeitas a regime regulatório próprio que garante sua robustez por meio, por exemplo, de exigências de capital social e patrimônio líquido mínimos. Nas palavras de Daniel Vio, “os administradores fiduciários são frequentemente instituições financeiras, com estrutura administrativa mais robusta e patrimônio sólido” (VIO, Daniel de A. Artigo 7, 157: **Fundos de Investimento – Comentário Geral**. In: CUNHA FILHO, Alexandre J. C. da; PICCELLI, Roberto R.; MACIEL, Renata M. (org.). *Lei da Liberdade Econômica – Anotada*. São Paulo: Quartier Latin, vol. 2, 2020, p. 309).



disso, a falta de conhecimento especializado sobre a regulamentação dos fundos de investimento tem levado a decisões incoerentes, que identificam defeitos na prestação de serviços ainda que o prestador tenha observado rigorosamente as regras emanadas da CVM. A isso se acrescenta a admisão acrítica pelos tribunais da incidência do CDC em casos em que sequer há parte vulnerável a ser protegida, como ocorre, por exemplo, nos fundos em que os cotistas são investidores profissionais, plenamente capazes de defender seus interesses em paridade de condição com os prestadores de serviços. Disso tudo resulta ambiente de insegurança jurídica e de aversão ao risco, que inibe a mais ampla oferta de produtos por parte dos agentes econômicos. Impõe-se, portanto, a urgente tarefa de aperfeiçoar a interpretação da legislação consumerista, de maneira a proporcionar proteção equilibrada ao cotista, sem, todavia, prejudicar o regular funcionamento do mercado de capitais, tão importante para o desenvolvimento econômico do país³⁴.

Ou seja, a manutenção do regime da solidariedade apenas para as classes acessíveis ao varejo fortaleceria a base legal para que o juiz não aplicasse o diploma consumerista – e, conseqüentemente, a responsabilidade solidária a todos os integrantes de uma cadeia de fornecimento de serviços – em classes exclusivas para investidores qualificados ou profissionais, reduzindo distorções no mercado de capitais ocasionadas por uma interferência indevida do Judiciário em casos nos quais não há hipossuficiência.

Além disso, vale salientar que a insegurança jurídica – a qual a Minuta visa mitigar – representa um elevado ônus às instituições financeiras, visto que a possível aplicação da cláusula de solidariedade em classes exclusivas para investidores qualificados ou profissionais amplia em grande medida os valores a serem despendidos em potenciais indenizações.

Desse modo, a obrigatoriedade de cláusula de solidariedade entre os prestadores de serviços essenciais e aqueles por eles contratados em classes de cotas voltadas ao público em geral torna-se benéfica a todos os integrantes do mercado: promove uma maior dedicação da cadeia de fornecimento em atender aos investidores de varejo; garante maior segurança jurídica a todas as partes, evitando a aplicação equivocada da solidariedade em casos nos quais não há hipossuficiência; e evita distorções desnecessárias no mercado de capitais, as quais podem causar ineficiências econômicas.

³⁴ RENTERIA, Pablo. **A reforma dos fundos de investimentos no Projeto de Lei de Conversão 17/2019: O CDC, a responsabilidade dos prestadores de serviços e a insolvência civil dos fundos**. JOTA.info, 20 ago. 2019. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-lei-de-conversao-no-17-2019-20082019>.



Sendo o que nos cumpria para o momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que se fizerem necessários.

Cordialmente,

Centro de Estudos do Mercado Financeiro e de Capitais – CEM

Ana Carolina Souza da Silva

Joyce Silva Ricarte

Carla Cristina da Silva Almeida

Leonardo Silva dos Santos

Cintia Massue Ribeiro Eguchi

Maria Vitória Marconi Pavan

Isadora Zanuto Chaves

Thaís Vieira Lima

Jennifer Crawford B. C. De Freitas