

**INSTITUTO BRASILEIRO DE ENSINO, DESENVOLVIMENTO E PESQUISA**  
**MESTRADO PROFISSIONAL INTERDISCIPLINAR EM DIREITO, JUSTIÇA E**  
**DESENVOLVIMENTO**

**JÚLIO FERREIRA DE ANDRADE**

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES E O MODELO LEGAL DE**  
**RESPONSABILIDADE CIVIL DOS SEUS GESTORES**

**SÃO PAULO**

**2023**

**JÚLIO FERREIRA DE ANDRADE**

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES E O MODELO LEGAL DE  
RESPONSABILIDADE CIVIL DOS SEUS GESTORES**

Dissertação apresentada para o Curso de Mestrado  
Interdisciplinar em Direito, Justiça e  
Desenvolvimento do Instituto Brasileiro de Ensino,  
Desenvolvimento e Pesquisa

**SÃO PAULO**

**2023**

Andrade, Júlio Ferreira de

Os fundos de investimento em ações e o modelo legal de responsabilidade civil dos seus gestores/ Júlio Ferreira de Andrade – São Paulo, 2023, 127 p.

Dissertação (Mestrado) – Instituto Brasileiro de Ensino Desenvolvimento e Pesquisa – IDP. Orientador: Professor Doutor Thomas Victor Conti.

1. fundos de investimento. 2. ações. 3. responsabilidade civil. 4. Gestores. 5. previsão legal. I. Título.

JÚLIO FERREIRA DE ANDRADE

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM AÇÕES E O MODELO LEGAL DE  
RESPONSABILIDADE CIVIL DOS SEUS GESTORES**

Dissertação apresentada para o Curso de  
Mestrado Interdisciplinar em Direito, Justiça e  
Desenvolvimento do Instituto Brasileiro de  
Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa.

Data da Defesa: 7.8.2023

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Professor Doutor Thomas Conti**

**IDP**

---

**Professor Doutor Luiz Alberto Gurgel de Faria**

**IDP**

---

**Professor Doutor Ulisses Schwarz Viana**

**IDP**

Grato a Deus, dedico este trabalho aos coautores das realizações da minha trajetória:  
Mariana, Flávio Henrique, Pedro Henrique, Angélica, Flávia Márcia e Flávio Márcio (in  
memoriam).

## RESUMO:

Fundos de investimento em ações carregam riscos inerentes aos ativos que podem resultar em desfechos financeiros muito adversos para seus investidores, um problema que cresce conforme o acesso a estes fundos se torna mais fácil no mercado brasileiro. Nesta pesquisa, explora-se o marco legal das responsabilidades civis dos gestores de fundos de ações no Brasil, delineando os deveres destes agentes na gestão de ativos. Verifica-se que o artigo 1368-E do Código Civil brasileiro endossa um paradigma de responsabilidade civil subjetiva, necessitando de má-fé ou dolo comprovados para responsabilizar os gestores dos fundos, afastando assim a noção de responsabilidade objetiva. O trabalho demonstra que um modelo transparente e previsível de responsabilidade que torne claras as repercussões financeiras e judiciais de eventos adversos pode aprimorar significativamente a tomada de decisão informada entre gestores, investidores e, conseqüentemente, impulsionar o crescimento do setor.

**Palavras-chave:** 1. fundos de investimento. 2. ações. 3. responsabilidade civil. 4. gestores. 5. dolo e má-fé.

## **ABSTRACT:**

Equity investment funds carry risks inherent to the assets that can result in very adverse financial outcomes for their investors, a problem that grows as access to these funds becomes easier in the Brazilian market. In this research, the legal framework of the civil responsibilities of equity fund managers in Brazil is explored, outlining the duties of these agents in asset management. It appears that article 1368-E of the Brazilian Civil Code endorses a paradigm of subjective civil liability, requiring proven bad faith or willful misconduct to hold fund managers accountable, thus ruling out the notion of strict liability. The work demonstrates that a transparent and predictable model of responsibility that makes clear the financial and legal repercussions of adverse events can significantly improve informed decision-making among managers and investors and, consequently, boost the sector's growth.

**Keywords:** 1. investment funds. 2. actions. 3. civil liability. 4. managers. 5. intention and bad faith.

## **SUMÁRIO**

<b>Introdução</b> .....	5
<b>1 Conceito, natureza jurídica dos fundos de investimento e uma aproximação entre Direito e Economia</b> .....	12
1.1 Fundos de investimento – tipos, prestadores de serviços e desempenho financeiro negativo .....	16
1.2 Direito e Economia (uma breve reflexão sobre a eficiência das soluções jurídicas e a alocação eficiente de recursos) .....	25
1.3 Confiança e custos da transação .....	36
1.4 Direito do consumidor e fundos de investimento - o investidor consumidor e o consumidor por equiparação .....	44
<b>2 A Responsabilidade Civil – classificações</b> .....	49
2.1 As espécies de responsabilidade civil, considerando-se a existência ou não de um contrato como fonte da obrigação de indenizar.....	50
2.2 As espécies de responsabilidade civil, considerando-se o elemento culpa na conduta - A responsabilidade civil objetiva e subjetiva .....	53
2.3 Requisitos da responsabilidade civil extracontratual.....	59
2,4 A conduta e o dano.....	60
2.5 O liame entre a conduta e o dano – o nexo de causalidade .....	67
2.6 Responsabilidade civil contratual .....	72
<b>3. Responsabilidade civil dos gestores de investimentos em ações e responsabilidade civil – a escolha do legislador</b> .....	75
3.1 A adoção legal da responsabilidade subjetiva em relação aos prestadores de serviços dos fundos de investimento .....	77

<b>3.2</b> Especificidades da responsabilização civil dos gestores dos fundos de investimento em ações: o comportamento em desconformidade com o regulamento ou com as informações disponibilizadas ao consumidor como revelador de dolo ...	83
<b>3.3</b> Assimetria informacional - o direito de ser (bem) informado e o dever de (bem) informar.....	91
<b>3.4</b> A má-fé prevista no art. 1368-E do Código Civil .....	99
<b>3.5</b> O caso Americanas – breves apontamentos .....	104
<b>Considerações Finais</b> .....	113
<b>Referências Bibliográficas</b> .....	117

## INTRODUÇÃO

A mudança legislativa ocorrida com a introdução do art. 1368-E no Código Civil foi precedida por um aumento exponencial na oferta dos fundos de investimento ocasionado pela extraordinária revolução tecnológica causadora de profundas mudanças no comportamento das pessoas, especialmente no que se refere ao consumo.

Essas transformações digitais também mudaram o modo de oferta dos serviços financeiros e possibilitaram expressiva ampliação de acesso aos mais diversos fundos de investimento. Afirma-se, com acerto, estar o mundo digital em *“constante evolução. Cada vez mais, nos deparamos com novas invenções tecnológicas que, até então, muitos acreditavam ser impossível. Smartphones cada vez mais modernos e computadores que cabem na palma da mão”*.<sup>1</sup>

Para introdução ao assunto, descreve-se como a tecnologia tem impactado a sociedade em geral, e o direito e a economia em especial, de modo a explicitar o porquê das preocupações com uma descrição dos fundos de investimento e a definição do modelo de responsabilidade mencionado, tendo-se em conta o aumento da oferta de aplicação financeira em fundos de investimento em ações.

As formas de oferta e consumo de serviços e produtos apresentam transformações decorrentes da digitalização da vida, caracterizada por um intenso uso da tecnologia para solução dos problemas cotidianos.

Ferramentas como inteligência artificial, *blockchain*, internet das coisas, armazenamento de dados em nuvem, são desenvolvidas para ampliação da oferta a produtos e serviços, armazenamento e gestão de dados pessoais, elaboração de contratos, projetos de carros sem motorista, entrega de mercadoria por drones etc.

São características do que se convencionou chamar a quarta revolução industrial, que se desdobra *“no que foi chamada de transformação digital. Isso porque negócios, tradicionais ou não, estão sendo direta e rapidamente afetados por*

---

<sup>1</sup> CRUZ, Lucas Vinícios; LANA, Henrique Avelino. Fintechs, tecnologia e análise econômica do direito: redução dos custos de transação e aumento da eficiência. Revista Argumentum. Marília/SP, V. 23, N. 1, p. 245-269, Jan.-Abr. 2022.

*novas tecnologias*<sup>2</sup>. Esse contexto impacta o Direito, que tem a grave missão de estruturar e organizar as relações sociais<sup>3</sup>. Como instrumento de organização social, o Direito é afetado por essa revolução tecnológica que utiliza ferramentas para viabilizar a ampliação do acesso a serviços e produtos antes distantes da realidade de milhões de pessoas.

Exemplo dessa Influência direta da tecnologia no Direito, o exponencial aumento do volume e da circulação de dados pelos avanços tecnológicos ensejou a elaboração de um marco normativo sobre a proteção de dados, com a edição da Lei 13709/18, conhecida como Lei Geral de Proteção Dados, na qual se dispõe “*sobre o tratamento de dados pessoais, inclusive nos meios digitais, (...), com o objetivo de proteger os direitos fundamentais de liberdade e de privacidade e o livre desenvolvimento da personalidade da pessoa natural*”<sup>4</sup>.

A tarefa de conciliar Direito e tecnologia não é simples, pois confronta duas realidades cujas configurações são distintas. Como consequência da revolução tecnológica que se verifica, são identificáveis ao menos três implicações para o Direito:

a) descompasso entre a velocidade das transformações tecnológicas e o processo de elaboração das leis;

b) dificuldade em se legislar sobre os conceitos indeterminados e fluidos da tecnologia; e

---

<sup>2</sup> PORTO, Fábio Ribeiro. A “corrida maluca” da inteligência artificial no Poder Judiciário. In GOMES, Marcus Lívio; DE ARAÚJO, Walter Schuenquener. *Inteligência Artificial e Aplicabilidade Prática no Direito*. Brasília: 2022, Conselho Nacional de Justiça, p.107. “(...) *essa revolução tem se desdobrado no que foi chamada de transformação digital. Isso porque negócios, tradicionais ou não, estão sendo direta e rapidamente afetados por novas tecnologias. A economia caminha no ritmo da digitalização e todos os seus setores, sejam públicos ou privados, passam a formar a economia digital, que nada mais é do que a própria economia, já tendo passado, ou passando, pelo processo de transformação digital*”.

<sup>3</sup> NADER, Paulo. *Introdução ao Estudo do Direito*. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p.19. “(...) *as necessidades de paz, ordem e bem comum levam a sociedade à criação de responsável pela instrumentalização e regência desses valores. Ao Direito é conferida essa importante missão. A sua faixa ontológica localiza-se no mundo da cultura, pois representa elaboração humana. O Direito não corresponde às necessidades individuais, mas há uma carência da coletividade*”.

<sup>4</sup> Art. 1º da Lei 13709/2018. Esta Lei dispõe sobre o tratamento de dados pessoais, inclusive nos meios digitais, por pessoa natural ou por pessoa jurídica de direito público ou privado, com o objetivo de proteger os direitos fundamentais de liberdade e de privacidade e o livre desenvolvimento da personalidade da pessoa natural.

c) necessidade de definição de modelos jurídicos claros e objetivos, que permitam aos consumidores e agentes econômicos, previsibilidade quanto às suas condutas e eventuais descumprimento de obrigações jurídicas repetitivas, aumentadas em escala exponencial pelo uso de ferramentas tecnológicas – tema que se relaciona àquele específico do presente trabalho.

Enquanto o dinamismo e a velocidade caracterizam as aplicações tecnológicas, o Direito apresenta um perfil de maior estabilidade dos elementos que o compõe. Na maior parte dos casos, registre-se, a manutenção de leis e jurisprudência é recomendável para que haja previsibilidade das consequências de determinados comportamentos sociais, o que propicia melhora das relações sociais e do ambiente negocial.

O sempre imprescindível respeito ao processo legislativo demonstra o árduo trabalho do legislador para acompanhar a velocidade das transformações tecnológicas dos tempos atuais. Segundo se dispõe no art. 59 da Constituição da República, “o processo legislativo compreende a elaboração de emendas à Constituição; leis complementares; leis ordinárias; leis delegadas; medidas provisórias; decretos legislativos; resoluções”<sup>5</sup>. Para a elaboração de cada uma dessas espécies normativas há de respeitar um rito próprio, essencialmente definido na Constituição e regulamentado pelos regimentos internos da Câmara e do Senado Federal. Com maior ou menor dificuldade, o respeito à Constituição impõe rigor na observação do procedimento de elaboração de cada uma dessas espécies normativas. Ressalte-se não se tratar de crítica à adequada – e necessária – previsão constitucional dos respectivos procedimentos. A observação tem a pretensão única e exclusiva de argumentar sobre a natural dificuldade do Direito em acompanhar a velocidade das modificações produzidas no campo da tecnologia e seus respectivos desdobramentos.

É intuitiva a dificuldade para se determinar com exatidão os conceitos relativos à regulação jurídica dos temas tecnológicos. As múltiplas variáveis impostas pela própria natureza fluida do ambiente tecnológico desafiam o jurista a considerá-las para um desenho regulatório eficiente e os recursos jurídicos

---

<sup>5</sup> Art. 59 da Constituição da República - O processo legislativo compreende a elaboração de: I - emendas à Constituição; II - leis complementares; III - leis ordinárias; IV - leis delegadas; V - medidas provisórias; VI - decretos legislativos; VII - resoluções.

tradicionalmente utilizados podem ser insuficientes para uma adequada resposta aos desafios postos.<sup>6</sup>Tema caro ao Direito, a propriedade das coisas materiais e imateriais não é uma obviedade no mundo tecnológico, pois *“nesse novo mundo, lidamos, na verdade, com não coisas: a memória do computador é uma não coisa. Não é propriamente imaterial, porque não é propriamente consumível”*<sup>7</sup>.

Para os negócios celebrados pela rede mundial de computadores ou por meio de aplicativos, por exemplo, a determinação geográfica do local de sua proposição pode ser imprecisa, o que implica na análise sobre o alcance da previsão legal contida no art.435 do Código Civil, segundo a qual *“reputar-se-á celebrado o contrato no lugar em que foi proposto”*<sup>8</sup>. Em alguns casos, há de se reconhecer que a mencionada norma será insuficiente para a solução de controvérsias jurídicas. Nessa linha de argumentação, adequada a afirmação segundo a qual se a *“revolução econômica e tecnológica é inegável, cabe ao jurista acompanhá-la, revendo até as premissas da dogmática jurídica, reconhecendo as mudanças que estão ocorrendo e adotando as novas medidas que se impõem”*.<sup>9</sup>

Antes distante da realidade de grande número de pessoas, a aplicação de recursos financeiros em fundos de investimento em ações é facilmente alcançável por meio de aplicativos de diversos bancos e corretoras.

---

<sup>6</sup>DONEDA, Danilo. Da Privacidade à Proteção de Dados Pessoais: Fundamentos da Lei Geral de Proteção de Dados. São Paulo: Thomson Reuters, 2021, p.50. *“(…) nas relações jurídicas mais estritamente ligadas à tecnologia, o grau de indeterminação presente em toda tentativa de regulação feita pelo direito é sensivelmente alto, o que potencializa situações de risco. Portanto, a metodologia utilizada pelo jurista de levar em consideração as novas variáveis introduzidas, de forma que reflitam na modelagem de institutos adaptados a essa realidade. A abordagem do desenvolvimento tecnológico pelo jurista ainda passa pela conscientização sobre seus efeitos, chegando à reflexão sobre o papel do ordenamento jurídico na promoção e defesa de seus fundamentais, em um cenário em boa parte determinado pela tecnologia – o que pode implicar, inclusive, reconhecer a insuficiência dos recursos jurídicos tradicionais para tal fim”*.

<sup>7</sup> FERRAZ JR; Tercio Sampaio. Comunicação de Dados e Proteção ao Sigilo. In DONEDA, Danilo; MENDES, Laura Schertel; CUEVA, Ricardo Villas Bôas (coord). Lei Geral de Proteção de Dados (Lei nº 13.709/2018). A caminho da efetividade: contribuição para implementação da LGPD. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 167-168. *“Embora ainda ela exista enclausurada em coisas (chips de silício, raios laser), não é um objeto de uso. Não está ao alcance da mão (manipulável), embora disponível. O que precisa ainda ser “feito”, isto é, apreendido e produzido, é efetuado automaticamente por não coisas, por programas. Nessa esfera, o espaço de ação não é propriamente espaço, como res materiais ou mesmo imateriais. (...) Segue daí a descoisificação dos dados: o bit como suporte intangível”*.

<sup>8</sup> Art. 435 do Código Civil. Reputar-se-á celebrado o contrato no lugar em que foi proposto.

<sup>9</sup> WALD, Arnold. Um Novo Direito para a Nova Economia: A Evolução dos Contratos e o Código Civil. In DINIZ, Maria Helena. LISBOA, Roberto Senise. O Direito Civil no Século XXI. São Paulo: Saraiva, 2003, p.80.

A ampliação do acesso ocasiona aumento das relações jurídicas relacionadas à oferta desses produtos financeiros. Não raramente, o cliente é atendido por robôs, os quais elaboram respostas com base no aprendizado de máquina proporcionado pelo uso da inteligência artificial. Nesse cenário, as alternativas de investimento vão muito além da tradicional poupança.

Como acima afirmado, as novas alternativas de acesso aos produtos financeiros se inserem no contexto da denominada Indústria 4.0, caracterizada, pela acelerada digitalização da economia, com uso intensivo e progressivo - às vezes, disruptivo - de tecnologias como inteligência artificial, big data, internet das coisas, computação em nuvem etc.

Aplicativos de serviços e produtos financeiros oferecem ao consumidor, à distância de um clique, a possibilidade de aplicação de recursos financeiros nos mais diversos produtos como certificado de depósito bancário (CDB), letra de crédito do agronegócio (LCA), letra de crédito imobiliário (LCI), fundos de investimento cambiais, imobiliários, em ações, em renda fixa, multimercados etc.

À palma da mão e para pessoas de todos os níveis renda, as plataformas digitais permitem a aplicação de recursos em uma significativa variedade de fundos de investimento, desde os mais conservadores até os mais arriscados, com diferentes perspectivas de rentabilidade, a qual varia a depender do portfólio de ativos e de circunstâncias micro e macroeconômicas.

Os fundos de investimento em geral e os de ações, em específico, como instrumentos de comunhão e multiplicação de recursos, descortinam várias possibilidades de alocação dos rendimentos, contribuem para ampliação da poupança nacional e estimulam o desenvolvimento econômico do país. Os expressivos números das quantias aplicadas nesses fundos confirmam a importância desses produtos de investimento para o desenvolvimento do Brasil.

Em março de 2023, o patrimônio líquido dos fundos de investimento no país, considerados os de renda fixa, de ações, multimercado, cambial, de previdência e ETFs, ultrapassava os seis trilhões de reais<sup>10</sup>, dado que revela a magnitude das aplicações e a importância desses produtos financeiros para a economia do país.

---

<sup>10</sup> [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm) (consulta realizada em 2.4.2023).

Como observa a doutrina, o fundo de investimento é “*instrumento de intermediação financeira, responsável por facilitar o encontro entre poupadores e tomadores de recursos, (...) que se desenvolveu extraordinariamente no Brasil*”<sup>11</sup>.

A facilidade de aplicações em fundos de investimento variados, proporcionada pelas plataformas digitais, aumenta o número de obrigações bancárias e a probabilidade de questionamentos jurídicos a elas relacionados, fato que suscita a importância do estudo da responsabilidade civil com foco específico nos danos eventualmente causados pelos prestadores de serviços contratados para cumprir os objetivos constantes no regulamento dos fundos de investimento (são exemplos de prestadores de serviços dos fundos de investimento o administrador, o gestor, o custodiante, distribuidor, etc).

Uma abordagem sobre os principais elementos normativos de conformação jurídica dos fundos de investimento contribui para melhor entendimento das características desse mercado, caro ao desenvolvimento do país.

Em complementação, a definição do sistema de responsabilidade civil dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em ações preserva os interesses dos consumidores-investidores e possibilita segurança jurídica para o desenvolvimento dessa atividade financeira, o que ao final, contribui para melhorar a vida das pessoas, propiciando mais alternativas de investimentos para a construção da riqueza nacional. No ponto, afirma-se a importância do Direito como instrumento de soluções jurídicas e políticas eficientes para o desenvolvimento do país.

A análise dos problemas jurídicos relacionados ao assunto será desenvolvida por meio da ponderação entre o direito do investidor consumidor e a importância de um ambiente de negócios seguro, favorável à oferta de fundos de investimento como instrumento de ampliação da poupança, da riqueza e do desenvolvimento do país. No transcorrer da análise e estudo buscar-se-ão soluções jurídicas equilibradas, colhendo-se argumentos doutrinários de espectros distintos do pensamento jurídico.

---

<sup>11</sup> TEPEDINO, Gustavo; MONTEIRO FILHO, Carlos Edson do Rêgo; RENTERIA, Pablo. Fundamentos de Direito Civil: Direitos Reais. Rio de Janeiro: 2021, p.288. “*Os fundos contribuem para a formação da poupança privada e o direcionamento de recursos para as mais variadas atividades econômicas*”.

Pretende-se discorrer sobre os fundos de investimento, em especial o de ações, a possibilidade de desempenho financeiro negativo dos rendimentos e assentar qual o modelo de responsabilidade civil aplicado aos gestores de fundos de investimento em ações depois da edição da lei 13874 de 2019, que introduziu importantes inovações legislativas no Código Civil acerca dos fundos de investimento.

Em razão de ainda não estar em vigor a Resolução CVM 175, de 23 de dezembro de 2022, que “*dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica*”, toma-se como referencial normativo para este trabalho, a Instrução CVM 555 de 2014, que dispõe sobre “*a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento*”.

O art. 141 da Resolução CVM 175 prevê a revogação da Instrução CVM 555. Contudo, essa revogação ainda não ocorreu, considerada a não entrada em vigor da Resolução CVM 175. Inicialmente, a referida entrada em vigor estava prevista para 3 de abril de 2023, data redesignada para 2 de outubro de 2023, conforme consulta realizada no site da CVM em 16 de abril de 2023.<sup>12</sup> A mudança não enseja prejuízo às ideias conceituais lançadas no presente trabalho. Mesmo assim, são realizadas algumas remissões comparativas à Resolução 175/2023 para maior completude da exposição sobre o tema.

As inúmeras transformações que têm ocorrido impõem maior abertura do Direito para outras ciências – como a economia –, atenção às consequências do uso de ferramentas tecnológicas contemporâneas e novas perspectivas de análise jurídica. Direito é vida e como bem se observou, se o Direito é vida, é da sua essência “*a mutabilidade. Não a mutabilidade (...) iconoclasta, mas a mutabilidade discreta que lhe enseje, pelo menos, a caminhada ao lado daquilo que jamais poderia perder de vista: a realidade*”<sup>13</sup>.

Após uma introdução ao tema, o trabalho é desenvolvido em três capítulos, conectados ao estudo das características econômicas e jurídica dos fundos de

---

<sup>12</sup> (<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-prorroga-inicio-da-vigencia-da-resolucao-175-para-outubro-2023>) – consulta em 7 de agosto de 2023.

<sup>13</sup> SILVA, Wilson Melo da. Responsabilidade Sem Culpa. São Paulo: Saraiva, 1974, p. 3.

investimentos em ações e ao tratamento da responsabilidade civil dos seus gestores.

Inicialmente, tem-se a exposição do conceito e da natureza jurídica dos fundos de investimento. São apresentadas reflexões sobre a análise econômica do direito e necessidade de previsibilidade jurídica para democratizar os investimentos nos fundos de ações e fomentar o desenvolvimento desse mercado no país. Demonstra-se a forma como o Direito pode contribuir para melhorar o ambiente de negócios e a diminuição dos custos de transação. Ao final, apontam-se as hipóteses de aplicação do Código de Defesa do Consumidor.

No segundo capítulo, trata-se da classificação da responsabilidade civil e dos seus elementos. São descritos elementos que conformam a responsabilidade civil, tratando-se do dano, da conduta e do nexo de causalidade. Destacam-se as distinções da responsabilidade civil em contratual e extracontratual; e objetiva e subjetiva.

No terceiro capítulo, são detalhados aspectos dos comportamentos dolosos ou de má-fé, caracterizados pela desconformidade da conduta com o regulamento ou as informações disponibilizadas ao consumidor. Ressalta-se a especial importância da adequada informação ao consumidor, dada a forte assimetria informacional no mercado de oferta de fundos de investimentos. Em conclusão ao capítulo, apresentam-se, em tese, reflexões jurídicas sobre o notório caso das Lojas Americanas. Por fim, são apresentadas considerações finais e a conclusão do trabalho.

## 1. Conceito e natureza jurídica dos fundos de investimento

A compreensão do funcionamento do mercado de fundos de investimento e do respectivo modelo de responsabilidade civil aplicável aos gestores no caso de desempenho negativo dos fundos de investimento em ações necessita da identificação do sistema de normas no qual inseridos e da exposição dos principais atributos jurídicos desses produtos financeiros.

A Comissão de Valores Mobiliários é definida na lei 6385/76 como entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, à qual compete “*regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas*” na referida Lei e na lei de sociedades por ações e fiscalizar permanentemente “*as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, (...), bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados*”<sup>14</sup>.

No art. 4º da Lei 6385/76 prevê-se que o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão suas atribuições, com as finalidades de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no

---

<sup>14</sup> Art. 8º, I e III da Lei 6385/76. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; (...) III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados.

mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

A partir da análise desse rol de finalidades, pode-se afirmar que a Comissão de Valores Mobiliários tem por objetivo “*contribuir para a criação de estrutura jurídica favorável à capitalização das empresas através do mercado de capitais de risco, fortalecimento da empresa privada nacional e defesa do acionista e do investidor*”.<sup>15</sup> Para cumprir esse objetivo e regulamentar “*a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento*”<sup>16</sup>, a Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM nº555 (de 17 de dezembro de 2014).

Esse instrumento normativo trata de questões técnicas e jurídicas relacionadas aos fundos de investimento, sendo um documento normativo base para compreensão das características desses produtos disponíveis no mercado financeiro. A ideia de fundo de investimento relaciona-se a um conjunto de recursos de titulares distintos para aplicação em ativos financeiros. No ordenamento jurídico brasileiro, existem dois conceitos normativos vigentes de fundos de investimento.

Na Instrução CVM 555, encontra-se a definição do fundo de investimento como uma “*comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros*”<sup>17</sup>.

Com a edição da Lei 13874/19, o Código Civil, ainda que parcialmente, passou também a tratar dos fundos de investimento. A partir de então, teve-se um novo conceito para fundo de investimento.

De acordo com o art. 1368-C do Código Civil, fundo de investimento é “*uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial,*

---

<sup>15</sup> PAPINI, Roberto. Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários. Belo Horizonte: Del Rey, 2017, p. 18.

<sup>16</sup> Conforme ementa da Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014.

<sup>17</sup> Art. 3º da Instrução CVM 555. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

*destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza*<sup>18</sup>, em relação ao qual não se aplicam as disposições contidas no Código Civil relativas ao condomínio geral.<sup>19</sup>

Em comparação àquela prevista no art. 3º da Instrução CVM 555, a definição contida no art. 1368-C do Código Civil é mais abrangente e específica, pois: a) qualifica como especial a natureza jurídica do condomínio; e b) conceitua como fundo de investimento o condomínio especial destinado à aplicação em ativos financeiros e, também, em bens e direitos de qualquer natureza.

O Código Civil promoveu uma ampliação da definição conceitual de fundo de investimento. Nessa definição, identificam-se como elementos característicos dos fundos de investimento: a) recursos financeiros de múltiplos proprietários; b) utilização desses recursos financeiros para aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza; c) constituição dos recursos sob a forma de condomínio.

Com fundamento na definição estabelecida no Código Civil, o art. 4º da Resolução CVM nº 175, ainda sem vigência (início previsto para 2 de outubro de 2023), traz um conceito mais atual de fundo de investimento. Segundo essa disposição normativa, o fundo de investimento é uma comunhão de recursos *“constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo”*.

Retomando à análise do conceito estabelecido no Código, define-se o fundo de investimento como um condomínio de natureza especial, com características específicas e ressalta a não aplicação das regras relativas ao condomínio em geral. Tanto a definição com menção à especialidade do condomínio quanto a ressalva verificada na lei, mostram-se adequadas ao tratamento do tema.

Importante a ressalva de não aplicação das regras relativas ao condomínio em geral porque a menção da lei a condomínio de natureza especial relaciona-se

---

<sup>18</sup> Art. 1.368-C do Código Civil. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza

<sup>19</sup> Art. 1368-C, § 1º do Código Civil. Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código.

com a divisão do patrimônio dos fundos em cotas, o que, nesse ponto, se assemelha juridicamente ao instituto mencionado.

Alguns apontamentos permitirão a compreensão das nuances conceituais que, ao mesmo tempo, indicam a aproximação e o distanciamento dos fundos de investimento do condomínio em geral. Característica essencial do condomínio é a copropriedade de determinado bem. Nessa linha de raciocínio, apontam-se como coproprietários de determinado imóvel, por exemplo, todos aqueles titulares do direito de propriedade relacionado a esse bem.

Os condôminos são proprietários de toda a coisa indivisa, ensina Bessone. Considerado esse dado, sob a ótica qualitativa e das faculdades jurídicas que lhe são conferidas, os condôminos “*têm direitos iguais (...). Como, todavia, o exercício desses direitos opera-se sobre uma só e mesma coisa, torna-se necessário que as desigualdades quantitativas limitem-se mutuamente*”<sup>20</sup>. O gozo econômico de cada titular, condômino, é limitado à sua fração ideal, à sua quota parte da coisa.

No condomínio em geral, cada condômino tem, em relação a terceiros, o direito de reivindicar a coisa ou defender a sua posse (um imóvel em copropriedade, por exemplo). Não é o que se verifica em relação aos fundos de investimento em ações nos quais os cotistas dos fundos têm uma parcela dos recursos investidos.

Sob esse enfoque, aponta a doutrina, com razão, que “*a referência legal a condomínio não se presta a esclarecer a natureza do bem jurídico a que corresponde o fundo de investimento*”<sup>21</sup>. Os bens/ativos individuais que compõem o fundo, como por exemplo, ações de determinada companhia, não podem ser reivindicados pelo participante do fundo de investimento. Isso porque “*o direito do cotista em relação ao fundo se materializa na titularidade de cotas, isto é, de frações ideais que expressam a sua participação na comunhão de recursos*”.<sup>22</sup>

Os cotistas não são condôminos das ações integrantes da carteira do fundo de investimento. Se um fundo de investimentos em ações tem a propriedade de ativos mobiliários da Vale, do Bradesco e da Klabin, os cotistas não são

---

<sup>20</sup> BESSONE, Darcy. Direitos Reais. São Paulo: Saraiva, 1996, p.81-82.

<sup>21</sup> TEPEDINO, Gustavo; MONTEIRO FILHO, Carlos Edson do Rêgo; RENTERIA, Pablo. Fundamentos de Direito Civil: Direitos Reais. Rio de Janeiro: 2021, p.290.

<sup>22</sup> TEPEDINO, Gustavo; MONTEIRO FILHO, Carlos Edson do Rêgo; RENTERIA, Pablo. Fundamentos de Direito Civil: Direitos Reais. Rio de Janeiro: 2021, p.290.

coproprietários desses ativos. Como realçado, a menção a condomínio objetiva aclarar a divisão, em cotas, do patrimônio total do fundo, as quais representam o valor monetário correspondente ao direito de cada um dos cotistas do fundo. Nesse sentido, o art. 11 da Instrução CVM 555 estabelece que *“as cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas”*.

O patrimônio financeiro total é representado por cotas (que correspondem a frações ideais), cujo valor irá depender da quantidade de dinheiro em poder do fundo. O valor das cotas está diretamente relacionado à variação do montante aplicado. Se um ativo pertencente a determinado fundo de investimentos em ações tem o seu preço aumentado em 10 (dez) por cento ao longo do dia, essa variação positiva aumenta o patrimônio do fundo e implica alteração no valor das cotas.

Esse aspecto é tratado no art. 11 da Instrução CVM 555, o qual estabelece que *“as cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas”*. E o § 1º assenta que *“o valor da cota do dia é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, apurados, ambos, no encerramento do dia”*, considerado, para os efeitos da Instrução, o horário de fechamento dos mercados em que o fundo atue.

### **1.1 Fundos de investimento – tipos, prestadores de serviços e desempenho financeiro negativo**

A Instrução CVM 555 elenca alguns tipos de fundos de investimento, classificando-os com base em critérios distintivos.

O primeiro deles relaciona-se ao prazo de resgates das cotas. A partir desse critério, os fundos são classificados em abertos ou fechados. Nos termos do art. 4º da Instrução CMV nº 555, *“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 poderão ser resgatadas ao término do prazo de duração do fundo. O presente trabalho tem

por objeto os fundos abertos de investimento, os quais, ao contrário do que ocorre, em regra com os fundos fechados, independem de registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários para distribuição das respectivas cotas.<sup>23</sup>

Um segundo critério de classificação acolhido pela Comissão de Valores Mobiliários tem em conta o fator risco da carteira. Esses fatores de risco dizem respeito à possibilidade de perda financeira, conforme o investimento escolhido. Nos de maior risco, sujeitos, em regra, a maior ganho, o valor disponível no futuro pode ser menor que o do presente, ainda que por um espaço de tempo. O desempenho financeiro pode ser negativo.

Com fundamento nesse critério, os fundos de investimento são classificados da seguinte maneira<sup>24</sup>: a) Fundos de Renda Fixa - *“devem ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos”*<sup>25</sup>; b) Fundos de Ações – *“devem ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado”*<sup>26</sup>; c) Fundos Cambiais – *“devem ter como principal fator de risco de carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial”*<sup>27</sup>; d) Fundos Multimercado – devem possuir *“políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes”* de fundos de investimentos<sup>28</sup>.

Para o exercício das atividades que lhe são inerentes, o fundo conta com os prestadores de serviços para a realização de funções e entregas específicas. Cite-se, por exemplo, os administradores, os gestores, os distribuidores, os custodiantes etc.

---

<sup>23</sup> Art. 118 da Instrução CVM 555. Art. 18. A distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM.

<sup>24</sup> Art. 108 da Instrução CVM 555. Quanto à composição de sua carteira, os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificam-se em: I – Fundo de Renda Fixa; II – Fundo de Ações; III – Fundo Multimercado; e IV – Fundo Cambial.

<sup>25</sup> Art. 109 da Instrução CVM 555. Os fundos classificados como “Renda Fixa”, devem ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos.

<sup>26</sup> Art. 115. Os fundos classificados como “Ações” devem ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado.

<sup>27</sup> Art. 116. Os fundos classificados como “Cambiais” devem ter como principal fator de risco de carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.

<sup>28</sup> Art. 117. Os fundos classificados como “Multimercado” devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes previstas no art. 108.

Figura fundamental na dinâmica gerencial de prestadores de serviços dos fundos é o administrador. A administração do fundo envolve, tal como previsto no art. 78 da Instrução CVM 555, “o conjunto de *serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo*”.

Essa administração é profissional, reservada às pessoas jurídicas autorizadas “*pela CVM para o exercício (...) de administração de carteiras de valores mobiliários, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e instrução específica*”<sup>29</sup>. Contratado para gerenciar o conjunto de serviços para o funcionamento do negócio, o administrador está autorizado normativamente a “*contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados*” outros “*serviços para o fundo*”<sup>30</sup>.

A contratação dos prestadores atende a rol taxativo e limita-se aos serviços listados no § 2º do art. 78 da Instrução 555 CVM, “*com a exclusão de quaisquer outros*”. Estes os serviços de prestação de serviços previstos na instrução 555 CVM: 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.

O estudo do modelo de responsabilidade civil de cada um dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em ações é importante, não há dúvida. Identificar, a partir do espaço de atuação de cada um dos prestadores de serviços, condutas eventualmente geradoras de danos para apuração de responsabilidades específicas dos diversos prestadores de serviços, contribui para melhorar o ambiente de negócios dos produtos de investimentos.

---

<sup>29</sup> Art. 78, § 1º da Instrução CVM 555. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo. § 1º Podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e instrução específica.

<sup>30</sup> Art. 78, § 2º da Instrução CVM 554. 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: (...).

Em tempos caracterizados pelo intensivo uso da tecnologia, já registrado na parte introdutória deste estudo, ganham destaque os serviços de distribuição de fundos, por exemplo, pois esses produtos são distribuídos por vários aplicativos financeiros. Sem prejuízo de, em outros espaço e momento, ampliar o escopo de análise, o foco específico de discussão, neste trabalho, é o modelo de responsabilidade civil dos gestores dos fundos de investimento em ações.

Ao lado da administração, a gestão da carteira do fundo é atividade essencial para o desenvolvimento das atividades do condomínio. Ante a sua sensibilidade, o tema mereceu cuidadosa atenção, dispensada pela Resolução CVM 175, cuja previsão de entrada em vigor é outubro de 2023. No inciso XXX do art. 3º da Resolução CVM 175, o administrador e o gestor do fundo são reconhecidos como prestadores de serviços “essenciais”.

A gestão de carteira do fundo de investimento é profissional, há de ser prevista no regulamento e pode ser desempenhada por pessoa natural ou jurídica, que deve ser credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela Comissão de Valores Mobiliários.<sup>31</sup>

Autoriza-se a contratação de mais de um gestor pelo fundo de investimento. Para tanto, algumas exigências previstas na Instrução CVM 555 devem ser observadas como condições para essa contratação. A contratação deve estar prevista no regulamento, com definição clara das “atribuições de cada um” e o investidor há de ser cientificado no termo de adesão e ciência de risco, o qual “*deve destacar o motivo para a adoção de tal estrutura de gestão e os riscos dela decorrentes*”<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> Art. 78, § 3º da Instrução 555 CVM – Art. 78. (...) § 3º A gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, tendo poderes para (...).

<sup>32</sup> Art. 78, § 5º da Instrução 555 CVM – Art. 78. (...) § 5º Nos casos de contratação de mais de um gestor, as seguintes condições devem ser respeitadas: I – o contrato celebrado nos termos do § 2º, inciso I, deve: a) assegurar responsabilidade solidária dos gestores pelos atos de gestão compartilhada; b) conceder autorização para ordens, perante o custodiante do fundo, limitada ao mercado específico de atuação de cada gestor, quando for o caso, em atenção ao art. 81, inciso I; e c) autorizar o administrador a intervir como árbitro em caso de eventuais conflitos; II – o regulamento deve prever especificamente que a gestão é exercida por mais de um prestador de serviços, definindo claramente as atribuições de cada um; e III – o termo de adesão e ciência de risco deve destacar o motivo para a adoção de tal estrutura de gestão e os riscos dela decorrentes.

Para a efetivação dessa contratação de mais de um gestor pelo administrador, deve-se: a) assegurar responsabilidade solidária dos gestores pelos atos de gestão compartilhada; b) conceder autorização para ordens, perante o custodiante do fundo, limitada ao mercado específico de atuação de cada gestor, quando for o caso, em atenção ao art. 81, inciso I; e c) autorizar o administrador a intervir como árbitro em caso de eventuais conflitos<sup>33</sup>.

A execução das operações financeiras é reservada ao gestor, a quem cabe a contratação e a negociação dos ativos que integrarão o portfólio dos fundos de investimento, na forma do que dispõe o § 3º do art. 78 da Instrução 555 CVM. Esse dispositivo trata dos poderes do gestor para negociar e contratar os ativos financeiros em nome do fundo e do exercício do direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo. Nesse sentido, concede-se ao gestor poderes para: I – negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade; e II – exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.

A par desses direitos, a referida Instrução Normativa estabelece ao gestor, o dever de encaminhar ao administrador do fundo, nos 5 (cinco) dias úteis subsequentes à respectiva assinatura, cópia dos documentos que firmar em nome do fundo *“na forma e horários previamente estabelecidos pelo administrador, de informações adicionais que permitam a este último o correto cumprimento de suas obrigações legais e regulamentares para com o fundo”*<sup>34</sup>.

Das disposições acerca das tarefas atinentes à sua atuação profissional, extrai-se que os gestores operam o negócio dos fundos de investimento no cotidiano. A eles são atribuídas as tomadas de decisão essenciais para obter ganhos econômicos e aumentar o patrimônio do fundo de investimento para proporcionar, em consequência, o aumento do valor das frações ideais de cada um

---

<sup>33</sup> Art. 78, § 5º da Instrução 555 CVM.

<sup>34</sup> Art. 78, § 4º da Instrução 555 CVM..

dos cotistas dos fundos. São os gestores que formam a carteira de ativos do fundo de investimentos, compondo-a nos limites de concentração e fatores de risco previstos no regulamento, os quais devem ser observados. No art. 89 da Resolução CVM 175, o qual ainda não está em vigor, há previsão sobre a responsabilidade do *“gestor (...) pela observância dos limites de composição e concentração de carteira e de concentração em fatores de risco, conforme estabelecidos nesta Resolução e no regulamento”*.

Os fundos cujos ativos estão atrelados à variação dos preços das ações admitidas à negociação no mercado organizado, de preços de moeda estrangeira ou do cupom cambial, apresentam maior fator de risco de desempenho financeiro, estando sujeitos a oscilações que podem implicar a diminuição do patrimônio inicialmente aplicado.

Em relação aos fundos de investimento em ações, a composição da carteira de ativos é formada por um conjunto de ações negociadas no mercado organizado de valores mobiliários. No Brasil, a principal representante desse mercado é a B3, que desenvolve atividades de criação e administração de sistemas de negociação compensação, *“liquidação e registro para todas as principais classes de ativos, desde ações e títulos de renda fixa corporativa até derivativos de moedas, operações estruturadas e taxas de juro e de commodities”*<sup>35</sup>.

Em conceituação pragmática, ações são valores mobiliários emitidos por *“sociedades anônimas representativos de uma parcela do seu capital social. Em outras palavras, são títulos de propriedade que conferem a seus detentores (investidores) a participação”* na sociedade empresária<sup>36</sup>.

A palavra ação como designativa do título representativo do capital das sociedades anônimas, foi usada, pela primeira vez, em 1606, de acordo com lições de Rubens Requião, que, antes de apresentar um conceito, expõe três aspectos a serem considerados para compreensão da natureza jurídica desse bem móvel: a) como parte do capital social; b) como fundamento da condição de sócio; c) como título de crédito. Afirma tratar-se de *“um título de crédito ao mesmo tempo que é um título corporativo, isto é, um título de legitimação que permite ao sócio participar da*

<sup>35</sup> [https://www.b3.com.br/pt\\_br/b3/institucional/quem-somos/](https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/) (Consulta realizada em 25/05/2022)

<sup>36</sup> [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm) (Consulta realizada em 25/05/2022)

*vida da sociedade, além de representar ou corporificar uma fração do capital social*<sup>37</sup>.

A negociação de ações em mercado organizado proporciona dinamismo econômico, possibilitando a ampliação dos negócios das empresas e a participação de anônimos, sem poder de gestão, na sociedade empresarial. É precisa a lição de Rubens Requião:

(...) uma das mais sérias consequências que as sociedades anônimas acarretaram ao mundo moderno foi a profunda alteração do tradicional sistema de propriedade privada. O acionariato, como foi batizado o sistema de propriedade privada inaugurado pela difusão das ações representativas do capital das sociedades anônimas, revolucionou, na verdade, o antigo e clássico instituto da propriedade privada.<sup>38</sup>

Revela-se a relevância do mercado de ações para a economia brasileira pela grandeza dos números que retratam o volume financeiro negociado em bolsa. No ano de 2022, o volume financeiro médio diário (ADTV) no mercado de ações à vista da B3 totalizou R\$ 29,6 bilhões.<sup>39</sup>

A escolha do modelo societário da sociedade anônima, a qual se caracteriza pela divisão do capital social em ações, relaciona-se à possibilidade de extraordinária ampliação da base societária, maior capacidade de obtenção de recursos financeiros e à limitação da responsabilidade dos sócios, verificável pela limitação da “*responsabilidade dos sócios ou acionistas ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas*”, conforme previsto no art. 1º da Lei 6404/76<sup>40</sup>.

Somente as denominadas companhias abertas com registro na Comissão de Valores Mobiliários negociam suas ações no mercado de valores mobiliários<sup>41</sup>. Uma das razões econômicas para que uma empresa resolva adotar a estrutura societária

---

<sup>37</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º volume. São Paulo: Saraiva, 2005, p.73.

<sup>38</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º volume. São Paulo: Saraiva, 2005, p.73.

<sup>39</sup>[https://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/b3-divulga-resultados-financeiros-do-quarto-trimestre-de-2022.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-divulga-resultados-financeiros-do-quarto-trimestre-de-2022.htm) (consulta realizada em 9/7/2023).

<sup>40</sup> Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

<sup>41</sup> Art. 4º 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. ([Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001](#))

§ 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

de uma sociedade anônima e promover a abertura de seu capital através de uma oferta pública inicial de ações (*IPO – Initial Public Offering*) é justamente a possibilidade de negociação de suas ações no mercado de valores mobiliários. Tal estruturação permite a capitalização da companhia com a arrecadação de valores com a oferta inicial de ações, os quais podem ser utilizados para investimento no crescimento da companhia. Após a oferta inicial, aqueles que se tornaram titulares das ações passam a negociá-las conforme os preços de mercado. Essa oscilação de preços é da essência das ações e, por consequência, dos fundos de investimento voltados para essa categoria de ativos.

São amplamente divulgadas informações diárias sobre o desempenho das ações negociadas no mercado e de fácil percepção a variação, por vezes abruptas, dos preços desses ativos mobiliários. Em decorrência dessa variação, há possibilidade de desempenho negativo dos ativos que compõem esse tipo de fundo de investimento, o que ocasiona decréscimo patrimonial dos cotistas. Esse desempenho negativo pode ensejar discussões jurídicas sobre a responsabilidade civil dos gestores de ativos de risco, como são os fundos de investimento em ação. Controvérsias dessa natureza não podem ser adequadamente resolvidas sem a compreensão do modelo de responsabilidade civil aplicável a estes casos.

Como afirmado na introdução ao presente trabalho, objetiva-se uma conclusão segura sobre qual o modelo legal de responsabilidade civil dos gestores dos fundos de investimento em ações, o que contribui para aumento da segurança jurídica vinculada aos investimentos em fundos de ações. Para atingir esse propósito, serão elaboradas algumas observações sobre a aproximação entre Direito e Economia, por meio da análise econômica do Direito, como instrumento de auxílio para aumentar a eficiência das decisões judiciais.

A visão abrangente da realidade, tomando-se em conta aspectos do cotidiano social para melhorar a qualidade das decisões judiciais, contribuiu para aplicação do Direito de maneira mais eficiente. A parametrização da responsabilidade civil dos gestores dos fundos de investimento em ações reclama uma abordagem econômica do contexto de comercialização desses produtos financeiros e das consequências decorrentes da adoção de uma ou outra solução jurídica.

Demandas com conteúdo econômico, como o desempenho negativo dos fundos de investimentos, devem ser respondidas pelo ordenamento jurídico com fundamento no Direito. Disso decorre a importância de apontamentos, sem a pretensão de aprofundamento da matéria, da análise econômica do direito.

## **1.2 Direito e Economia (uma breve reflexão sobre a eficiência das soluções jurídicas e alocação eficiente de recursos)**

Ao possibilitar um ambiente de investimento que estimule o aumento do patrimônio material da sociedade, mercados de ações sólidos contribuem para o desenvolvimento econômico dos países. Ao contrário, “os mercados de ações fracos extinguem certos investimentos e diminuem o ritmo das inovações (...)”<sup>42</sup>.

Ensina-se que “a teoria econômica investigou a ligação entre democracia e crescimento, prevendo efeitos contrastantes (Przeworski and Limongi 1993; Przeworski et al. 2000)”<sup>43</sup> e há indicativos sobre a importância do desenvolvimento econômico para o fortalecimento das democracias. Identifica-se uma relação entre a riqueza dos países com a promoção de valores democráticos. Nesse sentido:

O elemento-chave dessa hipótese é que os países mais ricos estão mais dispostos a promover valores democráticos e mais receptivos a algum tipo de tolerância. Tanto La Porta et al. (1999) e Alesina et al (2003) apontam a fragmentação étnica como determinante do sucesso econômico tanto em termos de produção (crescimento do PIB) quanto de qualidade das instituições (medida pelo grau de corrupção, liberdade política, etc).<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> COOTER, Robert Dandrige; SCHAFER; Hans Bernd. O Nó de Salomão. Como o Direito pode erradicar a pobreza das Nações. Curitiba: Editora CRV, 2017, p. 25-26.

<sup>43</sup> FIORINO, Nadia; RICCIUTI, Roberto; VENTURINO, Flávio. Measuring Direct Democracy. In SCHOFIELD, Norman; CABALLERO, Gonzalo. State, Institutions and Democracy. Contributions of Political Economy. Springer: 2017, pág. 145. “Economic theory has investigated the link between democracy and growth, predicting contrasting effects (Przeworski and Limongi 1993; Przeworski et al. 2000)” – tradução livre.

<sup>44</sup> Fiorino, Nadia; Ricciuti, Roberto; Venturino, Flávio. Measuring Direct Democracy. In Schofield, Norman; Caballero, Gonzalo. State, Institutions and Democracy. Contributions of Political Economy. Springer: 2017, pág. 146. “The hypothesis is loosely based on Lipset (1959), who discusses a broad category of economic development as determinant of democracy, including indexes of wealth, urbanization and industrialization. The key element of this hypothesis is that richer countries are more willing to promote democratic values and more receptive to norms of tolerance.

Para melhorar a alocação de recursos em ações de companhias abertas listadas em bolsa e democratizar o investimento em ativos de riscos, é preciso que se tenha um ambiente de negócios de confiança nas regras e na economia, a permitir o seu desenvolvimento.

Segurança jurídica, instituições sólidas, previsibilidade quanto às regras aplicáveis, dentre outros elementos, são fundamentos para o desenvolvimento do mercado de ações. Sob a perspectiva da confiança do investidor, *“um mercado de ações não pode florescer se não houver um direito comercial e segurança jurídica efetivos na proteção de investidores que não possuem poder de controle”*<sup>45</sup>.

A clara definição do modelo de responsabilidade civil dos gestores dos fundos de investimento em ações, com previsibilidade sobre as consequências de eventual perda financeira, favorece a escolha consciente do consumidor e estimula o desenvolvimento dessa atividade econômica.

Essa definição será tanto melhor, se ponderadas a eficiência das decisões jurídicas – quer as legislativas, quer as judiciais - e a necessidade de previsibilidade das consequências de eventual comportamento desconforme ao Direito. Essa ambiência proporciona segurança jurídica ao país e contribui para uma legítima expectativa da sociedade sobre um tratamento isonômico, oportunizando-se confiança das pessoas no ordenamento jurídico. Nessa perspectiva, os que confiam no ordenamento irão esperar sempre *“o mesmo tratamento jurídico (...)”*. Esse

---

*Both La Porta et al. (1999) and Alesina et al (2003) pinpoint ethnic fragmentation and determinant of economic success both in terms of output (GDP growth) and the quality of institutions (measured by the extent corruption, political freedom, etc)” – tradução livre.*

<sup>45</sup> COOTER, Robert Dandridge; SCHAFER; Hans Bernd. O Nó de Salomão. Como o Direito pode erradicar a pobreza das Nações. Curitiba: Editora CRV, 2017, p. 25-26. *“Por que os mercados de ações são tão pequenos em países como o Equador? Quando se investe em uma companhia a qual não se pode controlar, você corre o risco de que insiders se apropriem do seu investimento. A confiança no investimento em ações é uma questão difícil de resolver. As ações intitulam seus proprietários a uma quota dos lucros, mas a companhia pode esconder seus lucros. Um mercado de ações não pode florescer se não houver um direito comercial e segurança jurídica efetivos na proteção de investidores que não possuem poder de controle. Se comparados às ações, os empréstimos e os debêntures reduzem o problema de proteção dos outsiders (investidores internos) (sic) contra insiders (investidores internos à empresa). Os empréstimos e debêntures intitulam os credores ao seu pagamento em determinado tempo. O controle de pagamento, portanto, é relativamente mais fácil para a justiça e outros agentes legais com a função de proteger credores. Logo, o mercado de crédito floresce em condições onde o mercado de ações é engessado. De outro lado, contrair empréstimos é mais arriscado para os empresários do que vender ações de sua empresa, dessa forma, os mercados de ações fracos extinguem certos investimentos e diminuem o ritmo das inovações (...)”*.

*sentimento de proteção da confiança constitui a base subjetiva ou forma da expressão jurídica*".<sup>46</sup>

A concepção é reforçada por Bobbio, ao ensinar sobre o sentimento de tratamento isonômico proporcionado pela aplicação do direito a casos submetidos à decisão de um terceiro. O professor italiano afirma falar-se de direito quando em um conflito entre sujeitos intervém um terceiro, juiz estatal ou um árbitro escolhido pelas partes, *"que estabelece uma regra (que provavelmente se tornará um precedente, isto é, será aplicada também em outros casos) segundo a qual a controvérsia será resolvida"*<sup>47</sup>

O Direito não é – ou não deve ser - uma estrutura de normas hermeticamente isolada dos conceitos das demais ciências e da interferência dos atos e fatos praticados na sociedade. Fatores externos à ciência jurídica, tais como o econômico, o ético, o demográfico, o geográfico, atuam para a conformação do Direito que, *"não por castigo, mas por destinação ética, converte em jurídico tudo aquilo em que toca, para dar-lhe condições de realizabilidade garantida, em harmonia com os demais valores sociais"*<sup>48</sup>. Intuitivamente é possível conceber, sem maiores dificuldades, um ambiente social no qual coexistem sistemas jurídico (aqui entendido como do Direito), político, econômico, educacional, religioso, dentre outros.

A tentativa de *"encapsular a unidade do direito em regras de argumentação"* e a ideia de encontrar a *"unidade do direito no próprio direito"* não passaram despercebidas por Luhmann. Em razão da tomada de decisões jurídicas, nesse fechamento do direito em si mesmo, haveria produção e reprodução da unidade do direito: *"(...) parecia possível encapsular a unidade do direito em regras de argumentação. (...) o que haveria seria apenas a produção e reprodução dessa unidade pelo simples fato de se tomarem decisões sobre questões jurídicas"*<sup>49</sup>.

---

<sup>46</sup> TORRES, Heleno Taveira. Direito Constitucional Tributário e Segurança Jurídica. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p.208. *"todo aquele que confia no ordenamento tem em seu favor uma expectativa legítima de que suas pretensões receberão sempre o mesmo tratamento jurídico, ainda que a solução possa não ser idêntica em todos os casos. Esse sentimento de proteção da confiança constitui a base subjetiva ou forma da expressão jurídica"*.<sup>46</sup>

<sup>47</sup> BOBBIO, Norberto. O positivismo jurídico. Lições de filosofia do Direito. São Paulo: Ícone, 1995, p. 27/28.

<sup>48</sup> REALE, Miguel. Lições preliminares de Direito. São Paulo: Editora Saraiva, 2002, p.22.

<sup>49</sup> LUHMANN, Niklas. O direito da sociedade. São Paulo: Martins Fontes, 2016, p.28. *"(...) parecia possível encapsular a unidade do direito em regras de argumentação, ou ainda pior, em um equilíbrio de interesses. Vale notar que todas essas tentativas foram afetadas por um distanciamento do direito*

Os fundos de investimento são produtos financeiros disponibilizados por agentes que desempenham atividade econômica, e interessam, por isso, para a Economia. Também interessam ao Direito, que empresta tratamento normativo às relações jurídicas que se verificam entre investidores cotistas e os fundos, e entre os fundos e os seus prestadores de serviços. É amostra da interação entre economia e direito, possibilitando reflexões importantes sobre a interferência das tomadas de decisão jurídicas no desenvolvimento das atividades econômicas do país.

As interseções entre as ciências jurídica e econômica suscitam discussões sobre os reflexos recíprocos de uma em relação à outra. Conforme anotou Washington Peluso Albino de Sousa sobre essa estreita relação, as “*considerações relacionadas com o conhecimento jurídico e econômico despertam um tipo de estudo teórico e prático que se reveste das chamadas ciências-fronteira*”<sup>50</sup>.

Há, portanto, uma inegável simbiose entre Direito e Economia, sem preponderância de um ramo da ciência sobre outro, de forma a melhor alocar os finitos recursos materiais para atendimento das muitas demandas humanas. Luhmann apontou o denominado acoplamento entre sistemas, no sentido de haver conexão entre economia e direito, entre política e direito etc. O autor alemão observou que quando o direito, responde a demandas e interesses econômicos, ele se abre e lida com a economia, ainda que em âmbito secundário. Ao Judiciário, cabe a palavra final sobre as demandas de cunho econômico, como as contratuais. Daí, concluiu o sociólogo alemão: “*A abertura do sistema reside em seu fechamento operativo. Ele resulta da extensão do acoplamento estrutural entre os sistemas econômico e jurídico*”.<sup>51</sup>

As interações entre os sistemas jurídico e econômico podem ser relacionadas aos acoplamentos operacionais descritos por Luhmann, acima expostos. Na perspectiva luhmanniana, a sociedade é formada por sistemas (econômico, jurídico,

---

*bastante peculiar. Isso é compreensível e presume-se que seja inevitável. Afinal, sobre a unidade do direito no próprio direito já se decidiria, e o que haveria seria apenas a produção e reprodução dessa unidade pelo simples fato de se tomarem decisões sobre questões jurídicas”*

<sup>50</sup> SOUZA, Washington Peluso Albino. Direito Econômico. São Paulo: Saraiva, 1980, p.63.

<sup>51</sup> LUHMANN, Niklas. O direito da sociedade. São Paulo: Martins Fontes, 2016, p 606 e 626. “*quando o direito responde a demandas e interesses econômicos, em um âmbito secundário ele já está lidando com a economia. (...) Ainda assim, aos julgados, cabe a última palavra quando se trata de decidir se um contrato foi realizado ou não de modo que tenha efeitos jurídicos. A abertura do sistema reside em seu fechamento operativo. Ele resulta da extensão do acoplamento estrutural entre os sistemas econômico e jurídico*”.

político, etc) operativamente fechados. Esses sistemas, considerado “o aumento da complexidade e da contingência social”<sup>52</sup> provocam “irritações recíprocas”<sup>53</sup>. Em determinadas situações, “para a manutenção da preservação das estruturas e operações, esses mesmos sistemas se colocam diante da contingência de operarem em conjunto e se interpenetrarem, formando o acoplamento estrutural”.<sup>54</sup>

Os economistas reconhecem que as leis, o Judiciário e o direito em geral influenciam na atividade econômica. Tal reconhecimento se deu em grande medida com “a melhor compreensão do papel das instituições na economia e, em especial, no desenvolvimento econômico, processo que ganhou corpo na década de 1990”.<sup>55</sup> A propósito, recorde-se a definição de economia proposta por Lionel Robbins: “a economia é a ciência que estuda o comportamento humano como uma relação entre fins e meios escassos que possui fins alternativos”<sup>56</sup>.

A reflexão sobre as consequências econômicas da afirmação judicial dos direitos ganha relevo na medida em que se impõe ao Direito soluções adequadas – e eficientes - para demandas inseridas em uma sociedade complexa, conectada e questionadora.

A Constituição da República de 1988 estabeleceu um extenso rol de direitos individuais e sociais, com tratativa de uma série de temas que, a rigor, não têm conteúdo constitucional. Trata-se de uma constituição prolixa ou analítica, contraposta à ideia de constituição concisa ou sintética. Sobre o tema da classificação das constituições quanto à extensão, Inocêncio Mártires Coelho explica que são as constituições classificadas em sintéticas ou concisas e analíticas ou prolixas, “conforme enunciem apenas as regras básicas de organização do Estado e os preceitos referentes aos direitos fundamentais (...); ou se desdobrem numa infinidade de normas no afã de constitucionalizar todo o conjunto da vida social”.<sup>57</sup>

---

<sup>52</sup> VIANA, Ulisses Schwarz. Direito e justiça em Niklas Luhmann: complexidade e contingência do sistema jurídico. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris, 2015, p.160.

<sup>53</sup> Ibidem, p.160.

<sup>54</sup> Ibidem, p.160.

<sup>55</sup> PIINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p.10.

<sup>56</sup> Robbins, L. 1932. An Enssay on the nature and significance of Economic Science, p.16.

<sup>57</sup> MENDES, Gilmar Ferreira; COELHO, Inocêncio Mártires; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. Curso de Direito Constitucional. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 19.

Essa prolixidade característica da Constituição da República ampliou a atuação e aumentou o protagonismo institucional do Poder Judiciário.

Por determinação constitucional, o Poder Judiciário deve se manifestar sobre todos os assuntos levados ao seu conhecimento, os quais tratam desde questões penais até outras que discutem relações obrigacionais ou tributárias, pois não é possível excluir de sua apreciação lesão ou ameaça a direito<sup>58</sup>.

O número de processos em tramitação, a demora na solução dos litígios, a imprevisibilidade de soluções jurídicas para as questões postas ao Judiciário, a complexidade do ordenamento jurídico e a eficiência das decisões judiciais são alguns dos temas que despertam o estudo da análise econômica do direito.

Segundo o Conselho Nacional de Justiça, ao final de maio de 2023, o Brasil contava com cerca de 83 milhões de processos<sup>59</sup>, dado que demonstra o quão considerável é o número de litígios em trâmite no Brasil e reforça a importância do Poder Judiciário no arranjo institucional do Estado brasileiro.

Milhões de pessoas físicas e jurídicas são alcançadas diretamente por decisões judiciais, sendo razoável afirmar que outras milhões podem ser indiretamente atingidas porque não são raras as demandas cujo resultado ultrapassa os interesses dos envolvidos no processo, circunstâncias que aumentam a potencial interferência do Poder Judiciário nas diversas áreas da vida social, tais como a política e a economia, havendo de se reconhecer a importância do estudo interdisciplinar para o aperfeiçoamento da atividade jurídica.

A magnitude dos números exige maior eficiência das decisões judiciais como forma de diminuir os custos de transação das partes envolvidas em litígios judiciais. A Análise Econômica do Direito propõe a consideração das instituições jurídicas como variáveis do sistema econômico e objetiva avaliar os impactos que escolhas jurídicas podem causar na economia<sup>60</sup>. Temas como alocação eficiente de recursos,

---

<sup>58</sup>Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: XXXV - a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito.

<sup>59</sup> <https://painel-estatistica.stg.cloud.cnj.jus.br/estatisticas.html> (consulta em 7 de agosto de 2023).

<sup>60</sup> PORTO, Antônio Maristello; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.55. “A AED explicitamente considera as instituições jurídicas não como exógenas ao sistema econômico, mas como variáveis pertencentes a ele, e observa os efeitos de mudanças em uma ou mais destas variáveis sobre elementos do sistema”.

custos de transação, custos de oportunidade, racionalização na utilização dos recursos, eficiência, são abordados para uma melhor aplicação dos conceitos jurídicos, com especial preocupação com as consequências econômicas das decisões judiciais.

A reflexão sobre os temas relacionados à análise econômica do direito realça a necessidade de se discutir a eficiência na alocação dos recursos públicos ou das decisões judiciais, de modo a criar um ambiente econômico mais propício ao desenvolvimento do país. É sob esse enfoque que as breves reflexões propostas irão orientar a definição do modelo de responsabilidade civil dos gestores dos fundos de investimento em ações.

Não se pretende, reiterar-se, uma abordagem aprofundada da Análise Econômica do Direito, nem a afirmação de que todos os poderes da República e, especialmente, o Judiciário, no julgamento das controvérsias que lhe são apresentadas, devam se orientar sempre, e em qualquer situação, pela referida análise econômica.

Há situações, não se tem dúvida, nas quais a aplicação da Análise Econômica do Direito não parece o melhor instrumento para a resolução de questões jurídicas e, principalmente, políticas, nas quais podem se considerar como verdadeiros investimentos a alocação de recursos em políticas públicas de custo elevado. Nas decisões guiadas por juízos válidos de conveniência e oportunidade, há um conteúdo político da qual não pode ser norteado, apenas, por uma análise matemática de alocação de recursos. É preciso reconhecer haver expectativas políticas e legítimas da sociedade, consideradas as previsões contidas na lei e, especialmente, na Constituição. No ponto, importam mais uma vez as lições de Barroso:

A Constituição jurídica de um Estado é condicionada historicamente pela realidade de seu tempo. Esta é uma evidência que não se pode ignorar. Mas ela não se reduz à mera expressão das circunstâncias concretas de cada época. A Constituição tem uma existência própria, autônoma, embora relativa, que advém de sua força normativa, pela qual ordena e conforma o contexto social e político. Existe, assim, entre a norma e a

realidade uma tensão permanente, de onde derivam as possibilidades e os limites do direito constitucional como forma de atuação social.<sup>61</sup>

Assim é que decisões políticas constantes na Constituição precisam ser respeitadas e cumpridas, como por exemplo, a previsão do art. 7º, IV, da Constituição Federal segundo a qual o

(...) salário mínimo, fixado em lei, nacionalmente unificado, capaz de atender a suas necessidades vitais básicas e às de sua família com moradia, alimentação, educação, saúde, lazer, vestuário, higiene, transporte e previdência social, com reajustes periódicos que lhe preservem o poder aquisitivo, sendo vedada sua vinculação para qualquer fim” é direito “dos trabalhadores urbanos e rurais, além de outros que visem à melhoria de sua condição social.

Para que não se perca a chance de pensar o Direito sob a perspectiva de uma análise econômica aplicada à prática, registre-se uma ressalva quanto à importância de moderação na aplicação dos conceitos quando em discussão direitos não exatamente precificados.

A Análise Econômica do Direito é, parece não haver dúvida, um relevante prisma de compreensão do Direito e traz à reflexão um dado prático relacionado às consequências econômicas das decisões judiciais, impondo a lembrança da finitude dos recursos.

A abordagem do Teorema de Coase, a ser pontuada mais adiante, diz respeito à suposta disputa por um direito eminentemente privado, clássico no estudo do Direito Civil: o direito de propriedade.

Nesse âmbito de direitos, ou seja, quando em discussão direitos privados, como o de propriedade ou o direito dos condôminos de um fundo de investimento em ações, parece não haver dificuldade em se adotar teses sobre alocação eficiente de recursos e custos de transação para solução dos problemas jurídicos postos a enfrentamento. Trata-se de direitos com boa dose de objetivação, cujas consequências econômicas das decisões podem ser admitidas por raciocínios jurídicos relativamente simples e aceitáveis.

---

61 BARROSO, Luís Roberto. **Temas de Direito Constitucional**. Tomo III. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005. p.69.

A aplicação de conceitos como alocação eficiente de recursos e custos da transação mostra-se bem mais complexa e problemática quando postos problemas que envolvem direitos como aquele previsto no art. 196 da Constituição da República, segundo o qual a saúde é direito de todos e dever do Estado, garantido *“mediante políticas sociais e econômicas que visem à redução do risco de doença e de outros agravos e ao acesso universal igualitário às ações e serviços para sua promoção, proteção e recuperação”*.

Diversos processos judiciais são propostos visando a concretude dos direitos sociais previstos na Constituição e/ou na legislação ordinária. São demandas que envolvem pedidos relacionados a direitos de aposentadoria, de acesso a determinados medicamentos, internação em leitos de UTI, vagas em escolas etc. Nessas demandas, a análise econômica das decisões judiciais não deve ser o único instrumento utilizado porque em jogo interesses e direitos que não podem ser exatamente precificados.

Se para a conclusão acerca da melhor repartição de custos ou divisão de obrigações em relação à instalação de filtro de poluição em uma indústria não há maiores conflitos éticos, não se pode dizer o mesmo em relação à decisão sobre o direito de pacientes que se dirigem ao Poder Judiciário para internação em UTI. Nesses, e em outros casos, avaliar o custo de internação desta ou aquela pessoa em comparação com a capacidade de o país suportar os gastos com a saúde, por si só, não resolve o problema.

Nessas situações, dizer o Direito vai além de uma análise numérica e econômica, na medida em que há direitos sem preço, como a vida. Por isso, nem toda decisão judicial pode ser tomada apenas com base na análise de suas consequências econômicas.

É histórica a dificuldade de definição de justiça, cuja ideia é evidentemente abstrata, mas há de se reconhecer a possibilidade de verificação, com certa dose de objetividade, da justiça contida em uma dada decisão judicial. Desse valor, o Direito não pode se afastar. Tal como afirma Miguel Reale, *“fato, valor e norma estão sempre presentes e correlacionados em qualquer expressão da vida jurídica, seja*

*ela estudada pelo filósofo ou o sociólogo do direito, ou pelo jurista como tal*<sup>62</sup> ou pelo economista, acrescente-se.

Evidente a maior facilidade de aplicação dos conceitos relacionados à economia em relação a casos jurídicos que envolvam direitos patrimoniais do que em relação àqueles que digam respeito aos chamados de direitos da personalidade, *“que têm por objeto os atributos físicos, psíquicos e morais da pessoa em si e suas projeções sociais”*.<sup>63</sup> Nessa quadra, aumenta consideravelmente as chances de encontro com casos difíceis, cujos problemas e soluções são mais complexas para uma leitura apenas econômica. Ante essa constatação, a bem-vinda aplicação dos conceitos econômicos reclama um equilíbrio entre a ideia de justiça que permeia as decisões judiciais e a análise de suas consequências econômicas.

Essa linha de pensar é respaldada por entendimento do Superior Tribunal de Justiça quanto à conformidade de aplicação da análise econômica do Direito nos casos de contratos de financiamento de imóveis. Ressaltou-se que todo contrato de *“financiamento imobiliário, ainda que pactuado nos moldes do Sistema Financeiro da Habitação, é negócio jurídico de cunho eminentemente patrimonial e, por isso, solo fértil para a aplicação da análise econômica do direito”*. O relator, Ministro Luis Felipe Salomão, ponderou:

“a análise econômica da função social do contrato, realizada a partir da doutrina da análise econômica do direito, permite reconhecer o papel institucional e social que o direito contratual pode oferecer ao mercado, qual seja a segurança e previsibilidade nas operações econômicas e sociais capazes de proteger as expectativas dos agentes econômicos, por meio de instituições mais sólidas, que reforcem, ao contrário de minar, a estrutura do mercado”.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> REALE, Miguel. Teoria Tridimensional do Direito. São Paulo: Saraiva, 5ª edição, 1994, p. 57.

<sup>63</sup> GAGLIANO, Pablo Stolze; FILHO, Rodolfo Pamplona. Novo Curso de Direito Civil, Parte Geral. São Paulo: Saraiva, 2005, pág. 150.

<sup>64</sup> RECURSO ESPECIAL. PROCESSUAL CIVIL. CONTRATOS DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO. SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO. LEI N. 10.931/2004. INOVAÇÃO. REQUISITOS PARA PETIÇÃO INICIAL. APLICAÇÃO A TODOS OS CONTRATOS DE FINANCIAMENTO.

1. A análise econômica da função social do contrato, realizada a partir da doutrina da análise econômica do direito, permite reconhecer o papel institucional e social que o direito contratual pode oferecer ao mercado, qual seja a segurança e previsibilidade nas operações econômicas e sociais capazes de proteger as expectativas dos agentes econômicos, por meio de instituições mais sólidas, que reforcem, ao contrário de minar, a estrutura do mercado.

No mencionado julgamento, assentou-se tratar-se de hipótese de negócios jurídicos eminentemente patrimoniais, o que justificaria a aplicação dos conceitos da teoria da análise econômica para adequada solução jurídica do caso. A leitura do acórdão e dos trechos acima transcritos permite a conclusão, aqui defendida, sobre a maior ou menor pertinência de aplicação da análise econômica do direito, a depender do assunto abordado.

Feita essa ressalva, tem-se que o elevado número de processos em trâmite no Brasil, com acentuada demora para uma resolução definitiva, tem gerado propostas para maior racionalidade das decisões judiciais, com foco em suas consequências práticas.

A Análise Econômica do Direito há de ser considerada para avaliar a repercussão do direito na economia com o objetivo de estimular a reflexão sobre a tomada de decisões jurídicas mais eficazes de modo a contribuir para o desenvolvimento econômico do país. Como lembra Luhmann, o conceito, que *“ultrapassa os conhecidos problemas de agregação, propõe que, com base em um ponto de partida individualista, seja possível calcular uma solução mais ou menos benéfica para o bem comum”*<sup>65</sup>.

---

2. Todo contrato de financiamento imobiliário, ainda que pactuado nos moldes do Sistema Financeiro da Habitação, é negócio jurídico de cunho eminentemente patrimonial e, por isso, solo fértil para a aplicação da análise econômica do direito.

3. A Lei n. 10.931/2004, especialmente seu art. 50, inspirou-se na efetividade, celeridade e boa-fé perseguidos pelo processo civil moderno, cujo entendimento é de que todo litígio a ser composto, dentre eles os de cunho econômico, deve apresentar pedido objetivo e apontar precisa e claramente a espécie e o alcance do abuso contratual que fundamenta a ação de revisão do contrato.

4. As regras expressas no art. 50 e seus parágrafos têm a clara intenção de garantir o cumprimento dos contratos de financiamento de imóveis tal como pactuados, gerando segurança para os contratantes.

O objetivo maior da norma é garantir que, quando a execução do contrato se tornar controvertida e necessária for a intervenção judicial, a discussão seja eficiente, porque somente o ponto conflitante será discutido e a discussão da controvérsia não impedirá a execução de tudo aquilo com o qual concordam as partes.

5. Aplicam-se aos contratos de financiamento imobiliário do Sistema de Financiamento Habitacional as disposições da Lei n. 10.931/2004, mormente as referentes aos requisitos da petição inicial da ação de revisão de cláusulas contratuais, constantes do art. 50 da Lei n. 10.931/2004.

6. Recurso especial provido.

(REsp n. 1.163.283/RS, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 7/4/2015, DJe de 4/5/2015.)

<sup>65</sup> LUHMANN, Niklas. O direito da sociedade. São Paulo: Martins Fontes: 2016, p.29.

[A Análise Econômica do Direito parece] “romper” a “discrepância entre teorias de problemas jurisprudencialmente úteis e descrições de unidade. Ela proporciona um cálculo de utilidade que é racional em um sentido muito específico e, ao mesmo tempo, de fácil aplicação. (...) A tese, que

Nessa linha de raciocínio, pode-se afirmar tratar-se de uma disciplina que objetiva o estudo do direito e das suas instituições, tomando “*como eixo central de análise a racionalidade individual. Pode ser definida como a aplicação da teoria econômica, (...), no exame da formação, da estrutura, dos processos e dos impactos do direito e das instituições legais*”<sup>66</sup>. A aplicação adequada do Direito pode contribuir para facilitar as escolhas mais eficientes.

Reafirmando-se a tese segundo a qual a Análise Econômica do Direito não deve ser utilizada como instrumento único para solução de toda e qualquer controvérsia jurídica, assume importância a reflexão sobre a alocação eficiente de recursos para viabilizar o acesso aos direitos, evitando-se desperdícios e mau gerenciamento dos bens finitos disponíveis.

### **1.3 Confiança e custos da transação**

Amartya Sen aponta a importância da confiança recíproca e de normas explícitas e implícitas para o incentivo aos comportamentos de trocas das atividades econômicas em geral. Modos abundantes de comportamento em conformidade com as normas têm notável papel no desenvolvimento de um país. Quando esses comportamentos precisam ser estimulados, essa lacuna pode ser um obstáculo para “*o sucesso econômico. Há uma profusão de exemplos dos problemas encontrados em economias pré-capitalistas devido ao subdesenvolvimento de virtudes capitalistas*”<sup>67</sup>.

---

*ultrapassa os conhecidos problemas de agregação, propõe que, com base em um ponto de partida individualista, seja possível calcular uma solução mais ou menos benéfica para o bem comum. No entanto, muitos problemas continuam sem resolução. O maior deles talvez seja não se poder contar com o futuro”.*

<sup>66</sup> PORTO, Antônio Maristello; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.55.

<sup>67</sup> SEN, Amartya. Desenvolvimento como Liberdade. São Paulo: Companhia das Letras, 2020, p.35-36. “*(...) o funcionamento bem-sucedido de uma política de troca depende da confiança mútua e do uso de normas – explícitas e implícitas. Quando esses modos de comportamento são abundantes, é fácil deixar de notar seu papel. Mas quando eles têm de ser cultivados, essa lacuna pode ser uma barreira enorme para o sucesso econômico. Há uma profusão de exemplos dos problemas encontrados em economias pré-capitalistas devido ao subdesenvolvimento de virtudes capitalistas*”.

O Brasil ainda carece de modelos normativos e econômicos que permitam os comportamentos abundantes de troca apontados por Amartya Sen. Percebe-se, por exemplo, o quão confuso é o nosso sistema tributário, incompatível com um ambiente de negócios propício ao estímulo de investimentos e empreendedorismo. Daí a importância de se estabelecer modelos previsíveis e seguros para a solução de controvérsias jurídicas.

As normas jurídicas e as decisões judiciais de determinação de sua aplicação, repercutem em uma análise imediata, entre as partes envolvidas no litígio. Contudo, somadas, as várias decisões tomadas sobre um dado assunto em diversos processos têm um impacto direto na vida social.

As decisões judiciais afetam a dinâmica social em relação ao tema sobre o qual versam, seja no campo do direito penal, do direito civil, do direito tributário ou de qualquer outro, como o direito civil, processual civil, penal etc. Para tornar prático o que vem de se afirmar, um exemplo do direito penal e outro do direito tributário darão a dimensão da extensão dos efeitos das decisões judiciais no cotidiano da sociedade.

Propositadamente, são exemplos que não dizem direta e especificamente à questão tratada no presente estudo, com a finalidade de demonstrar a importância da consolidação de entendimentos para previsibilidade das consequências jurídicas decorrentes da tomada desta ou daquela decisão, independentemente da matéria jurídica tratada. Como adverte a doutrina, a aproximação entre Direito e Economia não é reclamada “*apenas para as regras jurídicas com óbvias conexões com a realidade econômica, como Direito da Concorrência, (...) e Direito Tributário, mas também para (...) o Direito de Propriedade, do Contratos, da Responsabilidade Civil*” e Penal.<sup>68</sup>

Nos termos do art. 155 do Código Penal, há furto qualificado quando o crime for cometido com destruição ou rompimento de obstáculo à subtração da coisa<sup>69</sup>. Nesses crimes, discute-se sobre a indispensabilidade da perícia para comprovação

---

<sup>68</sup> PORTO, Antônio Maristello; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.55.

<sup>69</sup> Art. 155 do Código Penal – **Furto** - Art. 155 - Subtrair, para si ou para outrem, coisa alheia móvel: Pena - reclusão, de um a quatro anos, e multa. (...) § 4º - A pena é de reclusão de dois a oito anos, e multa, se o crime é cometido: I - com destruição ou rompimento de obstáculo à subtração da coisa;

do rompimento ou destruição do obstáculo à subtração da coisa. A jurisprudência do Supremo Tribunal firmou-se no sentido da dispensabilidade da perícia para o objetivo dessa comprovação. Nesse sentido, o Agravo Regimental no Recurso Ordinário em Habeas Corpus 217567.<sup>70</sup>

Quando afirmada a desnecessidade de perícia para comprovação da destruição ou rompimento do obstáculo, está sinalizado aos envolvidos na defesa, apuração, investigação e processamento dos acusados dessa prática penal a atuação no sentido de, em determinados casos, desconsiderar a indispensabilidade de exame pericial para comprovação da ocorrência do delito. A confiança no que juridicamente assentado influencia as tomadas de decisão nos processos penais que envolvam furto serão efetivadas com base nesse entendimento, o que pode influenciar medidas de racionalização de decisões judiciais.

Esse exemplo do Direito Penal tem a pretensão de demonstrar os reflexos das decisões judiciais no dia a dia da sociedade. A partir da análise dos fatos inseridos em qualquer das áreas do Direito, as soluções propostas têm impactos no cotidiano social, inclusive no desempenho das atividades econômicas.

Presente na dinâmica das atividades econômicas, os tributos têm especial relevo para as tomadas de decisões pelos agentes econômicos. Nos termos do art. 15, I da Lei 6830/1980, “*em qualquer fase do processo, será deferida pelo Juiz ao executado, a substituição da penhora por depósito em dinheiro, fiança bancária ou seguro garantia*”<sup>71</sup>.

Ao enfrentar o debate sobre possibilidade de substituição fiança bancária por seguro garantia em ação anulatória de débito fiscal, o Superior Tribunal de Justiça

---

<sup>70</sup> EMENTA: AGRAVO REGIMENTAL NO RECURSO ORDINÁRIO EM HABEAS CORPUS. PENAL E PROCESSUAL PENAL. FURTO QUALIFICADO. ROMPIMENTO DE OBSTÁCULO. AUSÊNCIA DE EXAME DE CORPO DE DELITO. POSSIBILIDADE DE SUPRIMENTO DO EXAME PERICIAL POR OUTROS ELEMENTOS PROBATÓRIOS. REEXAME DE FATOS E PROVAS. IMPOSSIBILIDADE. PEDIDO MANIFESTAMENTE IMPROCEDENTE E CONTRÁRIO À JURISPRUDÊNCIA DO SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. AGRAVO REGIMENTAL DESPROVIDO (RHC 217567 AgRg Órgão julgador: Primeira Turma; Relator(a): Min. CÂRMEN LÚCIA; Julgamento: 29/08/2022 Publicação: 31/08/2022)

<sup>71</sup> Art. 15 da Lei 6830/1980 - Em qualquer fase do processo, será deferida pelo Juiz: I - ao executado, a substituição da penhora por depósito em dinheiro, fiança bancária ou seguro garantia; (...).

decidiu, no AREsp n. 1.364.116/SP, acerca da possibilidade de substituição da fiança bancária por seguro garantia no curso de ação anulatória de débito fiscal<sup>72</sup>.

A possibilidade de substituição da fiança bancária por seguro garantia sem a necessidade de anuência da Fazenda Pública sinaliza para os envolvidos em pendências tributárias a viabilidade de substituição da garantia nos processos em que se discute a cobrança de tributos. O entendimento contido na decisão repercute na dinâmica das atividades econômicas em geral e realça a relevância das decisões judiciais para a economia.

Os efeitos das escolhas legislativas e das decisões judiciais podem ser apontados como um dos fatores, como uma externalidade a ser considerada, para a tomada de decisões sobre negócios a serem ou não realizados. Isso ocorre porque as definições de investimentos dos agentes econômicos têm em conta os denominados custos de oportunidade. Custo de oportunidade é conceituado como o valor econômico da melhor alternativa deixada de lado (sacrificada) ao se optar pela produção de bem ou serviço específico. É também chamado de custo alternativo ou implícito. Por este conceito, *“com ampla aplicação na teoria econômica, procura-se mostrar que, dada a escassez de recursos, tudo tem um custo em economia, mesmo*

---

<sup>72</sup> PROCESSUAL CIVIL E TRIBUTÁRIO. NEGATIVA DE PRESTAÇÃO JURISDICIONAL. NÃO OCORRÊNCIA. FUNDAMENTAÇÃO. DEFICIÊNCIA. FIANÇA BANCÁRIA. SUBSTITUIÇÃO POR SEGURO GARANTIA. POSSIBILIDADE. SUCUMBÊNCIA RECÍPROCA. REEXAME DE FATOS E PROVAS. IMPOSSIBILIDADE.

1. Inexiste violação do art. 1.022 do CPC/2015 quando o Tribunal de origem aprecia fundamentadamente a controvérsia, apontando as razões de seu convencimento, ainda que de forma contrária aos interesses da parte, como constatado na hipótese.

2. Não se conhece do recurso especial, quando o dispositivo apontado como violado não contém comando normativo para sustentar a tese defendida ou infirmar os fundamentos do acórdão recorrido, em face do óbice contido na Súmula 284 do STF.

3. É possível a substituição da fiança bancária pelo seguro garantia, com base no art. 15, inciso I, da Lei n. 6.830/1980, dada a semelhança jurídica entre esses dois institutos, desde que observados os requisitos formais para a emissão do instrumento de garantia no âmbito judicial e respeitadas as peculiaridades próprias do microssistema das execuções fiscais do crédito tributário e o regramento previsto no CPC/2015. Precedentes.

4. A revisão do acórdão recorrido quanto à distribuição dos ônus sucumbenciais, com o propósito de verificar a proporção de decaimento de cada uma das partes, pressupõe o reexame do contexto fático-probatório dos autos, o que é inviável no âmbito do recurso especial, nos termos da Súmula 7 do STJ.

5. Agravo conhecido para conhecer em parte do recurso especial e, nessa extensão, dar-lhe parcial provimento.

(AREsp n. 1.364.116/SP, relator Ministro Gurgel de Faria, Primeira Turma, julgado em 18/10/2022, DJe de 21/10/2022.)

*não envolvendo dispêndio financeiro*".<sup>73</sup> Assume importância a reflexão sobre a alocação eficiente de recursos para melhor viabilizar o acesso aos direitos, evitando-se desperdícios e mau gerenciamento dos bens finitos disponíveis.

A tomada de decisão de investimento ou de abertura de um empreendimento exclui outras possibilidades de alocação dos recursos. Nessa linha de compreensão, deve-se buscar um ambiente social que permita confiança dos agentes econômicos e alocação eficiente de recursos, evitando-se desperdícios e mau gerenciamento da energia dispensada para empreender.

Em outra perspectiva, Ronald Coase formulou o Teorema de Coase, empregando em sua teoria *"a expressão custos de transação para se referir aos distintos impedimentos à negociação"*.<sup>74</sup> Conforme lições doutrinárias sobre o teorema, a negociação será exitosa quando os custos de transação forem iguais a zero. Explicita-se a seguinte consequência da aplicação do Teorema de Coase: *"quando os custos de transação são baixos, as partes em disputa estão na melhor posição para resolver eficientemente a questão, sem a participação do Direito e do Estado"*.<sup>75</sup> Este o enunciado do teorema de Coase: *"Em ausência de custos de transação, e independentemente da distribuição dos direitos de propriedade, o resultado da negociação será eficiente"*.<sup>76</sup>

Exemplo multicitado pelos estudiosos do assunto para compreensão do teorema é a existência de uma fábrica causadora de problemas ambientais à vida das pessoas de pequeno povoado que cresceu próximo a suas instalações pelo próprio desenvolvimento da atividade fabril. A solução tradicional seria a proibição da atividade ou a taxação da atividade, de forma a desestimular o empreendimento poluidor, permitindo-se assim o crescimento da população do povoado. Tal

---

<sup>73</sup> VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. Economia: micro e macro: teoria e exercícios com os 300 principais conceitos econômicos. São Paulo: Atlas, 2011, p.11. *"é o valor econômico da melhor alternativa sacrificada ao se optar pela produção de um determinado bem ou serviço. (...) O custo de oportunidade também é chamado de custo alternativo ou, ainda, custo implícito (pois não implica dispêndio monetário). Mediante esse conceito, com ampla aplicação na teoria econômica, procura-se mostrar que, dada a escassez de recursos, tudo tem um custo em economia, mesmo não envolvendo dispêndio financeiro. Como coloca o Prêmio Nobel norte-americano Milton Friedman, da Universidade de Chicago, não existe almoço grátis"*.

<sup>74</sup> PORTO, Antônio Maristello; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.172.

<sup>75</sup> PORTO, Antônio Maristello; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.172.

<sup>76</sup> VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. Economia: micro e macro: teoria e exercícios com os 300 principais conceitos econômicos. São Paulo: Atlas, 2011, p.105.

mecanismo de controle da atividade poluidora poderia levar ao desestímulo da produção, gerando dificuldades para a continuidade da atividade econômica. Caso juridicamente possível, uma indenização poderia atender aos interesses dos moradores e viabilizar a continuidade do empreendimento. Para que a solução ótima ocorra é preciso que os custos de transação sejam baixos (o valor da indenização seja possível para quem paga e satisfativa para quem recebe, por exemplo).

Observe-se que a aplicação da ideia contida no teorema não depende da inexistência absoluta de custos de transação, pois não “*é necessário que não existam custos de transação associados à negociação, bastando que não sejam muito expressivos*”.<sup>77</sup> Em hipóteses específicas, esse enfoque de análise contribui para elaboração e aplicação das leis direcionadas à diminuição dos custos de transação e estímulo à alocação eficiente de recursos.

No Brasil, os custos de transação para quitação de impostos são notoriamente elevados. Ao contrário do que se possa imaginar, não apenas altas alíquotas tributárias dificultam o adequado desenvolvimento econômico. A carga tributária deve ser um fator a ser considerado, mas outros, como a dificuldade para compreender os tributos a serem pagos e efetivar o pagamento, devem ser considerados para avaliar o atraso no desenvolvimento econômico do país. Para pagar adequadamente os tributos, o empreendedor precisa se ater a elevados custos de conformidade, os quais podem ser definidos como os “*custos de informação necessários para que o contribuinte possa compreender as imposições que lhe são dirigidas pelo Estado e os custos de cumprimento propriamente ditos das obrigações tributárias*”<sup>78</sup>.

Considerado o número de horas anuais para que as empresas consigam cumprir adequadamente suas obrigações tributárias, não surpreende que o Brasil

---

<sup>77</sup> Ibidem, p.105.

<sup>78</sup> CARVALHO, Cristiano. Teoria da Decisão Tributária. São Paulo: Almedina Brasil, 2018, p. 211. “A alíquota alta de um imposto, por exemplo, não é o único fator a ser considerado no que toca aos custos de conformidade, mas também – muitas vezes principalmente – as dificuldades em cumprir as obrigações fiscais em vista da irracionalidade do sistema tributário. O Brasil é apontado há vários anos consecutivos, pelo Banco Mundial, como o país mais difícil do mundo para cumprir obrigações tributárias, sendo esta colocação medida a partir das horas médias anuais necessárias para que as empresas consigam atender a todas as exigências fiscais”.

seja apontado “há vários anos consecutivos, pelo Banco Mundial, como o país mais difícil do mundo para cumprir obrigações tributária”<sup>79</sup>.

O Direito deve contribuir para que a sociedade possa melhor alocar os recursos. Como anota a doutrina, o mercado “normalmente decide essa questão, mas é dado ao sistema jurídico decidir em situações em que os custos de uma determinação de mercado excederiam os de uma determinação legal”.<sup>80</sup> Assinala-se um cálculo de utilidade para estimular escolhas racionais eficientes, ou demonstrar as vantagens dessas escolhas. Parte-se da premissa de que o indivíduo tende a escolher o que melhor lhe satisfaz, em juízo de utilidade. Criadas as condições para várias melhores escolhas individuais pode-se ter uma solução benéfica para o bem comum.

Desse modo, aumenta-se a preocupação com as consequências da decisão judicial, com os seus reflexos, tendo-se em conta os impactos econômicos provocados pela afirmação dos direitos. Nessa linha de raciocínio, o legislador inseriu, na Lei de Introdução à Normas do Direito Brasileiro, expressa previsão para se evitar decisões judiciais e administrativas com fundamento em valores abstratos, sem que se pondere as consequências da decisão.

O art. 20 da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB), com a redação dada pela Lei 13655/18, prevê a impossibilidade de decisão administrativa ou judicial “com base em valores abstratos sem que sejam consideradas as consequências práticas da decisão”<sup>81</sup>.

Em complementação, o parágrafo único dispõe sobre a obrigatoriedade de se demonstrar, na decisão, “a necessidade e a adequação da medida imposta ou da invalidação de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, inclusive em

---

<sup>79</sup> CARVALHO, Cristiano. Teoria da Decisão Tributária. São Paulo: Almedina Brasil, 2018, p. 211.

<sup>80</sup> POSNER, Richard. Economic Analysis of Law. Boston e Toroton: 1977. Little, Brown and Company, 2ª edição. Pág.399. “We have seen that question for decision in many lawsuits is what allocation of resources would maximize efficiency. The market normally decides this question, but is given to the legal system to decide in situations where the costs of a market determination would exceed those of a legal determination” (tradução livre).

<sup>81</sup> Art. 20 do Decreto-lei nº 4657/42. Nas esferas administrativa, controladora e judicial, não se decidirá com base em valores jurídicos abstratos sem que sejam consideradas as consequências práticas da decisão.

*face das possíveis alternativas*<sup>82</sup>. Pode-se concluir que a fundamentação apenas formal das decisões judiciais para cumprir a determinação contida no art. 93 da Constituição da República não tem se mostrado satisfatória para garantir eficiência no cumprimento das decisões judiciais<sup>83</sup>. Exige-se mais. Há de se ter uma fundamentação adequada, de modo a proporcionar decisões que contribuam para maior eficiência da solução dos conflitos.

Certamente, essa perspectiva consubstanciada no art. 20 da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB), não impede a utilização de métodos que considerem uma perspectiva principiológica para solução de problemas jurídicos específicos.

Afinal, *“ao se falar em normatividade dos princípios, ponderação de valores, teoria da argumentação, não se está renegando o conhecimento convencional, a importância das regras ou a valia das soluções substantivas”*.<sup>84</sup> O que fundamentalmente importa é evitar, *“o máximo possível, (...) [a aplicação de] uma teoria da responsabilidade civil aos laboratórios farmacêuticos e outra teoria aos motoristas”*<sup>85</sup>, de forma a propiciar um ambiente de previsibilidade jurídica, expondo-se os critérios que justificam a solução jurídica nesta ou naquela situação.

Observadas a prudência e razoabilidade necessárias, e preservada a sensibilidade social exigidas para a solução jurídica – legislativa ou judicial – de determinadas matérias, reflexões sobre a análise econômica do direito e a necessidade de previsão das consequências das decisões judiciais contribuem para estabelecer parâmetros seguros para aplicação do modelo de responsabilidade dos gestores dos fundos de investimento em ações, na perspectiva de aumento da

---

<sup>82</sup> Art. 20, parágrafo único, do Decreto-lei nº 4657/4. A motivação demonstrará a necessidade e a adequação da medida imposta ou da invalidação de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, inclusive em face das possíveis alternativas.

<sup>83</sup> Art. 93 da Constituição da República. Lei complementar, de iniciativa do Supremo Tribunal Federal, disporá sobre o Estatuto da Magistratura, observados os seguintes princípios: (...)

IX todos os julgamentos dos órgãos do Poder Judiciário serão públicos, e fundamentadas todas as decisões, sob pena de nulidade, podendo a lei limitar a presença, em determinados atos, às próprias partes e a seus advogados, ou somente a estes, em casos nos quais a preservação do direito à intimidade do interessado no sigilo não prejudique o interesse público à informação.

<sup>84</sup> BARROSO, Luís Roberto. **Temas de Direito Constitucional**. Tomo III. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005. p.8.

<sup>85</sup> DWORKIN, Ronald. A justiça de toga. São Paulo: Martins Fontes, 2010, p.105.

segurança jurídica a escolha de investimentos financeiros pelos consumidores e a tomada de decisões de empreendimento de atividades econômicas

Considerados esses apontamentos, a precisa definição do modelo escolhido pela lei para solução dos casos em que se discuta a responsabilidade civil dos gestores contribui para um melhor ambiente de comercialização e adesão aos fundos de investimento em ações, com diminuição dos custos de oportunidade e de transação para consumidores e agentes econômicos prestadores de serviços.

#### **1.4 Direito do consumidor e fundos de investimento - o investidor consumidor e o consumidor por equiparação**

Aos apontamentos sobre a pertinência da aplicação de concepções da análise econômica do direito para a criação de um ambiente de negócios mais favorável ao desenvolvimento do mercado de fundos de investimento, deve-se agregar a reflexão sobre a incidência das normas de direito do consumidor às consequências decorrentes das condutas dos gestores dos fundos de investimento.

Os aportes de recursos nos fundos de investimento em ações podem ser feitos por pessoas físicas, pessoas jurídicas, outros fundos de investimento etc. A depender das relações jurídicas estabelecidas entre o aplicador dos recursos e os fundos de investimento, pode-se aplicar (ou não) o Código de Defesa do Consumidor para análise dos problemas jurídicos que se apresentem. Essa aplicação condiciona-se à identificação jurídica do consumidor nas relações jurídicas acima mencionadas.

A afirmação da incidência do direito consumerista em relações contratuais condiciona-se à qualificação, como consumidora, de uma das partes da relação jurídica tratada. Por essa razão, impõe-se a abordagem das principais teorias a respeito do assunto.

Três são as principais teorias utilizadas para a conceituação jurídica de consumidor: a) a teoria finalista; b) a maximalista; c) finalista mitigada.

O Código de Defesa do Consumidor acolheu o conceito finalista, segundo o qual se exige que o adquirente do produto ou serviço seja o destinatário econômico e de fato do produto. Por definição legal, consumidor “*é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final*”<sup>86</sup>. Em contraposição a essa ideia, tem-se o conceito maximalista, mais abrangente, segundo o qual consumidor é o destinatário final do produto ou serviço, dispensada a nota da destinação econômica.

Essas duas primeiras distinções teóricas são importantes para a definição da aplicação do Código de Defesa do Consumidor em alguns casos, e da não aplicação, em outros. Identificada a existência de uma relação contratual empresarial paritária não se fala da aplicação do Código de Defesa do Consumidor. É o que ocorre, por exemplo, nos casos em que uma montadora adquire peças componentes de montagem do motor do automóvel. Entretanto, há situações específicas, nas quais, apesar de não identificados os requisitos da teoria finalista para a caracterização de consumidor na relação jurídica, a não aplicação do Código de Defesa do Consumidor não se mostra a melhor solução jurídica.

Inserir-se, nesse contexto, a teoria finalista mitigada, acolhida pela jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça. Conforme essa teoria, aplica-se a lei consumerista nos casos em que, apesar de aquisição do produto ou serviço ocorrer em decorrência de uma relação empresarial, constate-se a vulnerabilidade técnica, jurídica ou fática da parte adquirente ante o fornecedor, exigindo-se a comprovação da efetiva vulnerabilidade da parte que se diz consumidora frente ao fornecedor<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> Art. 2º Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final. Parágrafo único. Equipara-se a consumidor a coletividade de pessoas, ainda que indetermináveis, que haja intervindo nas relações de consumo.

<sup>87</sup> RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE COBRANÇA. CONTRATO DE GESTÃO DE PAGAMENTOS. CHARGEBACKS. APLICAÇÃO DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. IMPOSSIBILIDADE. RELAÇÃO DE CONSUMO. AUSÊNCIA. UTILIZAÇÃO DOS SERVIÇOS PARA DESEMPENHO DE ATIVIDADE ECONÔMICA. AUSÊNCIA DE VULNERABILIDADE. SÚMULA 7/STJ. DISSÍDIO JURISPRUDENCIAL. NÃO CONHECIMENTO.

(...) 3. Há duas teorias acerca da definição de consumidor: a maximalista ou objetiva, que exige apenas a existência de destinação final fática do produto ou serviço, e a finalista ou subjetiva, mais restritiva, que exige a presença de destinação final fática e econômica. O art. 2º do CDC ao definir consumidor como “toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final” adota o conceito finalista.

4. Nada obstante, a jurisprudência do STJ, pautada em uma interpretação teleológica do dispositivo legal, adere à teoria finalista mitigada ou aprofundada, a qual viabiliza a aplicação da lei consumerista

A discussão sobre eventual aplicação do Código de Defesa do Consumidor relaciona-se à incidência de parte desse diploma normativo nas relações jurídicas entre investidor-consumidor e fundo de investimento. Não se verifica, por exemplo, a aplicação da teoria objetiva para a responsabilização dos gestores ou prestadores de serviços dos fundos de investimento em ações por desempenho financeiro negativo financeiro da aplicação, como muito ocorre nos contratos bancários, por aplicação do art. 14, § 3º, do Código de Defesa do Consumidor<sup>88</sup>.

Outras disposições do Código de Defesa do Consumidor, no entanto, são aplicáveis aos fundos de investimento em ações em relação ao investidor consumidor. Citem-se, por exemplo, os direitos:

“à divulgação sobre o consumo adequado dos produtos e serviços, asseguradas a liberdade de escolha e a igualdade nas contratações; a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem; a proteção contra a publicidade enganosa e abusiva, métodos comerciais coercitivos ou desleais, bem como contra práticas e cláusulas abusivas ou impostas no fornecimento de produtos e serviços; a modificação das cláusulas contratuais que estabeleçam prestações

---

sobre situações em que, apesar do produto ou serviço ser adquirido no curso do desenvolvimento de uma atividade empresarial, haja vulnerabilidade técnica jurídica ou fática da parte adquirente frente ao fornecedor.

5. Nessas situações, a aplicação do Código de Defesa do Consumidor fica condicionada à demonstração efetiva da vulnerabilidade da pessoa frente ao fornecedor. Então, incumbe ao sujeito que pretende a incidência do diploma consumerista comprovar a sua situação peculiar de vulnerabilidade.6. Na hipótese dos autos, a aplicação da teoria finalista não permite o enquadramento da recorrente como consumidora, porquanto realiza a venda de ingressos on-line e contratou a recorrida para a prestação de serviços de intermediação de pagamentos. Ou seja, os serviços prestados pela recorrida se destinam ao desempenho da atividade econômica da recorrente. Ademais, a Corte de origem, com base nas provas constantes do processo, concluiu que a recorrente não é vulnerável frente à recorrida, de modo que a alteração dessa conclusão esbarra no óbice da Súmula 7 do STJ.7. (...)8. Recurso especial conhecido e não provido.(REsp n. 2.020.811/SP, relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 29/11/2022, DJe de 1/12/2022.)

<sup>88</sup> Art. 14. O fornecedor de serviços responde, independentemente da existência de culpa, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos.

(...)

§ 3º O fornecedor de serviços só não será responsabilizado quando provar:

I - que, tendo prestado o serviço, o defeito inexiste; II - a culpa exclusiva do consumidor ou de terceiro.

desproporcionais ou sua revisão em razão de fatos supervenientes que as tornem excessivamente onerosas”<sup>89</sup>.

Tratou-se, até aqui, do conceito de consumidor quando existente relação jurídica com o fornecedor. Por outra concepção, decorrente de eventual responsabilidade civil no campo extracontratual, independentemente de identificação de vínculo jurídico formal, considera-se consumidora toda pessoa atingida pelo evento danoso em decorrência da atuação comercial dos fornecedores de serviços. Essa conclusão decorre do disposto no art. 17 do Código de Defesa do Consumidor: *“equiparam-se aos consumidores todas as vítimas do evento”*. É o conceito de consumidor por equiparação, aplicável em eventuais episódios de responsabilidade civil extracontratual dos gestores de investimentos em ações.

Essa linha de entendimento respalda-se na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, segundo a qual estão sob a proteção do Código de Defesa do Consumidor *“aqueles que, embora não tenham participado diretamente da relação de consumo, sejam vítimas de evento danoso decorrente dessa relação, como consumidores por equiparação”*.<sup>90</sup>

A identificação da presença do consumidor na relação jurídica é decisiva para a definição da aplicação das normas do Código de Defesa do Consumidor na parte

---

<sup>89</sup> Art. 6º São direitos básicos do consumidor: (...) II - a educação e divulgação sobre o consumo adequado dos produtos e serviços, asseguradas a liberdade de escolha e a igualdade nas contratações; III - a informação adequada e clara sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem; IV - a proteção contra a publicidade enganosa e abusiva, métodos comerciais coercitivos ou desleais, bem como contra práticas e cláusulas abusivas ou impostas no fornecimento de produtos e serviços; V - a modificação das cláusulas contratuais que estabeleçam prestações desproporcionais ou sua revisão em razão de fatos supervenientes que as tornem excessivamente onerosas.

<sup>90</sup> AGRAVO INTERNO NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. DIREITO DE VIZINHANÇA. AÇÃO DE DANOS MATERIAIS E MORAIS. MATÉRIA QUE DEMANDA REEXAME DE FATOS E PROVAS. SUMULA 7 DO STJ. ACÓRDÃO EM SINTONIA COM ENTENDIMENTO FIRMADO NESTA CORTE SUPERIOR. SÚMULA 83 DO STJ. AGRAVO INTERNO NÃO PROVIDO. 1. A jurisprudência desta Corte firmou o entendimento de que encontram-se sob a proteção dos ditames do Código de Defesa do Consumidor aqueles que, embora não tenham participado diretamente da relação de consumo, sejam vítimas de evento danoso decorrente dessa relação, como consumidores por equiparação. Precedentes.

2. O acolhimento da pretensão recursal, a fim de não reconhecer o dever de indenizar, exigiria a alteração das premissas fático -probatórias estabelecidas pelo acórdão recorrido, com o revolvimento das provas carreadas aos autos, atraindo o óbice da Súmula 7 do STJ.

3. Agravo interno não provido.

(Aglnt no AREsp n. 1.339.457/SP, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 19/3/2019, DJe de 26/3/2019.)

em que não colidirem com o disposto no Código Civil sobre os fundos de investimento.

## 2. Responsabilidade Civil - classificações

Trata-se de responsabilidade civil nos mais variados campos do Direito – e da vida. Discute-se a responsabilidade civil decorrente dos transportes, dos contratos consumeristas, dos planos de saúde, por dano moral etc.

Considerados o dinamismo e complexidade da sociedade, as inúmeras possibilidades de interações entre os indivíduos tornam inevitável a ocorrência de danos. Afirma-se, assim, que *“toda manifestação da atividade humana traz em si o problema da responsabilidade. Isso talvez dificulte o problema de fixar o seu conceito, que varia (...) conforme as teorias filosófico-jurídicas”*.<sup>91</sup>

Um conceito abrangente de responsabilidade é proposto por Dworkin. Tal conceituação ultrapassa o ponto específico sobre o qual se ocupará no presente trabalho, mas serve como introdução para o início da reflexão sobre o assunto. Dworkin afirma ser a reponsabilidade:

“(...) um conceito indispensável em todas as facetas da nossa vida intelectual. (...) No sentido de virtude, dizemos que alguém agiu com ou sem reponsabilidade ao fazer o que fez em tal ocasião (...) ou que é ou não característico de tal pessoa agir com responsabilidade (...). No sentido relacional, dizemos que alguém é ou não responsável por tal ou qual acontecimento ou consequência (ele é o único responsável pelo fato de a empresa começar a dar dinheiro)”.<sup>92</sup>

Paul Ricoeur define-a, em direito civil, como a *“obrigação de se reparar o dano que se causou por sua falta e, em certos casos, determinados pela lei; em direito penal, pela obrigação de suportar o castigo”*.<sup>93</sup>

René Savatier conceitua a responsabilidade como a obrigação que pode recair *“sobre uma pessoa de reparar os danos causados a outrem por sua ação, ou por ato de pessoas ou coisas que dela dependam”*.<sup>94</sup> Em reforço da dedfinição,

---

<sup>91</sup> DIAS, José de Aguiar. Da Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro, Forense, 1973, p.7, Tomo I.

<sup>92</sup> DWORKIN, Ronald. A raposa e o porco-espinho: justiça e valor. São Paulo: Martins Fontes, 2014, p.154.

<sup>93</sup> RICOEUR, Paul. O justo ou a essência da justiça, São Paulo: Instituto Piaget, 1995, p. 35.

<sup>94</sup> SAVATIER, René. Traité de la Rspnsabilité Civile en Droit Français. Tome I. Libraire Générale De Droit Et De Jurisprudence, 1951, p.1. *“La responsabilité civile est l'obligation qui peul incomber à une*

Eduardo Benucci anota que “a responsabilidade civil tem sido definida como a obrigação de arcar com a reação que o ordenamento jurídico vincula ao evento danoso”.<sup>95</sup>

A reponsabilidade civil encontra amparo na velha e sempre atual ideia de que a ninguém é dado ofender direito alheio. Dessa perspectiva, a responsabilidade civil “é vista sob o enfoque da expressão oriunda da desobediência ao princípio *alterum non laedere*”<sup>96</sup> e justifica-se diante da liberdade de escolha racional do homem. Anota Bittar que, “ao escolher as vias pelas quais atua na sociedade, o homem assume os ônus correspondentes, apresentando-se a noção de responsabilidade como corolário de sua condição de ser inteligente e livre”<sup>97</sup>.

Independente da regulação jurídica do tema, é empírica a ideia de necessidade de reparação do dano causado, porque presente no cotidiano social no qual se verificam, nas mais variadas situações, danos. Daí porque a responsabilidade civil é tema onipresente no dia a dia jurídico. Ações de reparação civil por causação de danos são comumente ajuizadas para se discutir a responsabilidade pelo ressarcimento de prejuízos identificáveis.

Ao longo do tempo, o Direito cuidou da técnica de responsabilização pela causação de danos civis e há um desenho científico para solução desses casos. No Direito penal, fala-se em culpa penal do responsável e, no Direito Civil, fala-se em culpa civil, ou responsabilidade civil.

Dentre as classificações doutrinárias da responsabilidade civil, duas delas interessam para o escopo do presente trabalho. A primeira refere-se à divisão da responsabilidade civil em contratual ou extracontratual, enquanto a segunda diz respeito à distinção entre subjetiva e objetiva.

---

*persone de réparer le dommage causé à autrui par son faite, ou par le fait des personnes ou des choses dpendant d'elle*" (tradução livre).

<sup>95</sup> BENUCCI, Eduardo Bonasi. Barcelona: José M. Bosch Editor, 1958, p.7. “*la responsabilidad civil ha sido definida como la obligacion de soportar la reaccion que el ordenamento jurídico vincula al hecho danoso*” (tradução livre).

<sup>96</sup> HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. Tendências Atuais da Responsabilidade Civil: Marcos Teóricos Para o Direito do Século XXI. In DINIZ, Maria Helena. LISBOA, Roberto Senise. O Direito Civil no Século XXI. São Paulo: Saraiva, 2003, p.214.

<sup>97</sup> BITTAR, Carlos Alberto. Reparação Civil por Danos Morais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993, p. 16.

## 2.1 As espécies de responsabilidade civil, considerando-se a existência ou não de um contrato como fonte da obrigação de indenizar

Apesar de já se verificar uma certa inquietação com a mencionada divisão, a distinção da qual se cuida agora é tradicionalmente formulada pela doutrina. Expõe-se a classificação por *“ainda haver razões doutrinárias e categoriais para se apontar a divisão da responsabilidade civil em contratual e extracontratual. Todavia, há passos fortes para a superação da dicotomia”*.<sup>98</sup>

A identificação da dicotomia serve para compreensão da responsabilidade a partir fonte originária da obrigação de indenizar. Isso não afasta, porém, a existência de elementos comuns e essenciais que integram a própria definição de responsabilidade, independentemente de tratar-se de contratual ou extracontratual, inexistindo substanciais diferenças sob a perspectiva ontológica. Isso se constata porque a *“reponsabilidade contratual é também fonte de obrigações, como a responsabilidade delitual. Nos dois casos, tem lugar uma obrigação, em ambos, essa obrigação produz efeito”*.<sup>99</sup> Nas duas hipóteses, identificam-se conduta, dano e nexo de causalidade.

De todo modo, considerada a base jurídica de suporte para a reparação do dano, divide-se a responsabilidade civil em contratual e extracontratual. De um lado, tem-se responsabilidade que decorre da relação jurídica contratual, a qual tem por base um contrato. De outro, verifica-se a responsabilidade que decorre da causação de um ato ilícito ou do descumprimento de preceito geral de direito, conforme afirmado. Por conseguinte, afirma-se que a fonte jurídica da reparação do dano pode ser um contrato ou a inobservância de um dever atribuído a toda pessoa que participe da sociedade em razão de disposição legal ou por preceito geral de Direito.<sup>100</sup> Ou, como expõe Rizzardo, na *“primeira dá-se a infração de um dever contratual, enquanto na segunda a violação deriva da desobediência a um dever legal”*.<sup>101</sup>

---

<sup>98</sup> TARTUCE, Flávio. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2020, p.59.

<sup>99</sup> DIAS, José de Aguiar. Da responsabilidade civil, tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p.149..

<sup>100</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: 2007, Atlas, p. 15. *“Quem infringe dever jurídico lato sensu, já vimos, de que resulte dano a outrem fica obrigado a indenizar. Esse dever, passível de violação, pode ter como fonte uma relação jurídica obrigacional preexistente, isto é, um dever oriundo de contrato, ou por outro lado, pode ter causa geradora uma obrigação imposta por preceito geral de Direito ou pela própria lei”*.

<sup>101</sup> RIZZARDO, Arnaldo. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 41.

No art. 186 do Código Civil, há previsão expressa sobre o cometimento de ato ilícito: *“aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”*. Definição complementada pelo art. 187: *“também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”*.

O ressarcimento do dano, no caso de cometimento de ato ilícito, independe de relação contratual entre o autor do dano e a vítima. Nesse sentido, é o art. 927 do Código Civil, segundo o qual *“aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”*.

O art.927 consubstancia a positivação da responsabilidade extracontratual. Esclarece Cláudio Luiz Bueno de Godoy que o artigo em análise repete a cláusula geral de responsabilidade aquiliana (extracontratual), antes prevista no art. 159 do Código Civil de 1916. *“E o fez de maneira compartimentada ao estatuir que quem comete ato ilícito é obrigado a reparar, remetendo, porém, aos arts. 186 e 187 para a definição do que seja ato ilícito”*<sup>102</sup>.

É preciso registrar haver exceções legais que excluem a própria configuração do ato ilícito. Quando verificadas, não se aplica o art.927 do Código Civil, em razão da ausência de possibilidade de responsabilização do agente causador do dano, que age acobertado por excludente legal de ilicitude. Essas hipóteses estão previstas no art. 188 do Código Civil, segundo o qual não constituem atos ilícitos: I - os praticados em legítima defesa ou no exercício regular de um direito reconhecido; II - a deterioração ou destruição da coisa alheia, ou a lesão a pessoa, a fim de remover perigo iminente.

Quanto ao aspecto subjetivo ou da vontade, essa responsabilidade divide-se, nas lições de Rui Stoco, em *“objetiva (sem culpa, quando o dever de reparar decorre do só fato do dano, desde que existente o nexa causal); subjetiva, que repousa fundamentalmente no conceito de culpa”*<sup>103</sup>. De fato, a conceituação em subjetiva e objetiva foi, tradicionalmente, apontada como um desdobramento da

---

<sup>102</sup> GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. In: PELUSO, Cezar (coordenador). Código Civil Comentado – Doutrina e Jurisprudência. Barueri/SP: Editora Manole, 2007, p. 765.

<sup>103</sup> STOCO, Rui. Tratado de Responsabilidade Civil. Doutrina e Jurisprudência. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 164.

responsabilidade civil extracontratual. O mesmo autor registra, porém, que a divisão teórica em objetiva e subjetiva não mais se restringe às situações decorrentes de relação extracontratual, pois a responsabilidade com fundamento em contrato sofreu “*sensível evolução ao se afastar, em determinadas situações e relações, da culpa como exigência para o surgimento do dever de reparar*”.<sup>104</sup> Atualmente, não há dúvida, os conceitos inerentes à classificação da responsabilidade em objetiva e subjetiva aplicam-se às obrigações de indenizar que tenham fonte o descumprimento de contrato ou da lei, indistintamente.

No próximo tópico, dedica-se ao estudo da classificação da responsabilidade civil em subjetiva ou objetiva.

## **2.2 As espécies de responsabilidade civil, considerando-se o elemento culpa na conduta - A responsabilidade civil objetiva e subjetiva.**

A principal classificação utilizada para distinguir os tipos de responsabilidade civil é aquela que a divide em subjetiva e objetiva. O critério de diferenciação utilizado para a referida classificação é a presença do elemento culpa na conduta causadora do dano (culpa em sentido amplo, com abrangência do dolo). A abordagem dessas espécies de responsabilidade é essencial para compreensão da especificidade contida no art.1368-E, que trata da responsabilidade civil dos fundos de investimento.

Na responsabilidade civil subjetiva, exige-se a ocorrência de culpa na conduta (em sentido amplo, dividida em culpa em sentido estrito e dolo). De outra forma, na responsabilidade objetiva, a obrigação de reparação do dano independente de culpa e ocorrerá nos casos especificados em lei ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.<sup>105</sup>

---

<sup>104</sup> STOCO, Rui. Tratado de Responsabilidade Civil. Doutrina e Jurisprudência. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 164.

<sup>105</sup> Art. 927 do Código Civil. (...). Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

Fato é que nem sempre a responsabilidade civil dependerá da ocorrência de culpa ou dolo. Há casos em que a configuração da responsabilidade civil exige apenas da demonstração de conduta, nexo de causalidade e dano, sem que seja necessário ter havido dolo ou culpa na conduta.

Não se trata de uma distinção meramente formal e didática. A definição do modelo de responsabilidade tem consequências relevantes para a produção probatória, pois quando se trata de reparação do dano com base na responsabilidade subjetiva, há de se demonstrar a culpa.

A escolha do sistema de responsabilidade civil tem relevância também para a definição do valor de eventual indenização. Não por acaso, quando se trata de responsabilidade civil subjetiva, se constatada excessiva desproporção entre a gravidade da culpa e o dano, o valor da indenização poderá ser reduzido, equitativamente, pelo juiz.<sup>106</sup>

Como exemplo de aplicação da responsabilidade subjetiva, pode-se apontar o caso dos administradores e membros do conselho fiscal das instituições financeiras sob intervenção ou em liquidação extrajudicial (art. 39 da Lei 6024/74).

De outro lado, considera-se objetiva a responsabilidade do fornecedor de serviços pela reparação *“dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos”*<sup>107</sup>.

O sistema de responsabilidade civil objetiva tem sido utilizado para justificar a responsabilização com base na teoria do risco, segundo a qual aquele que exerce uma atividade econômica geradora de risco para bens de terceiros deve ser objetivamente responsabilizado por eventual dano causado, independentemente da existência de culpa na conduta.

---

<sup>106</sup> Art. 944 do Código Civil. A indenização mede-se pela extensão do dano. Parágrafo único. Se houver excessiva desproporção entre a gravidade da culpa e o dano, poderá o juiz reduzir, equitativamente, a indenização.

<sup>107</sup> Art. 14 do Código de Defesa do Consumidor. O fornecedor de serviços responde, independentemente da existência de culpa, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos à prestação dos serviços, bem como por informações insuficientes ou inadequadas sobre sua fruição e riscos.

Conforme essa teoria, todo aquele que, em razão da atividade desenvolvida, cria um risco de dano para terceiros, é obrigado a repará-lo, acaso ocorrido, independentemente de culpa. A noção de culpa é substituída pela ideia de risco ora “*encarada como risco-proveito, (...) (ubi emolumentum, ibi onus); ora mais genericamente como risco criado, a que se subordina todo aquele que, sem indagação de culpa, expuser alguém a suportá-lo*”<sup>108</sup>. O perigo criado, ressalte-se, deve decorrer da atividade exercida por aquele a quem se pretende imputar a responsabilidade objetiva<sup>109</sup>.

Nos casos de aplicação da responsabilidade objetiva, exige-se previsão legal expressa ou o risco da atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano. Nesse sentido, dispõe parágrafo único do art. 927 do Código Civil: haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

Francisco Amaral, depois de assentar que a “*responsabilidade objetiva decorre de um princípio geral, previsto no parágrafo único do art. 927 supramencionado*”; lista as seguintes hipóteses legais de aplicação da responsabilidade civil objetiva:

- a) danos resultantes da ruína de edifício ou construção (CC, art. 937);
- b) queda ou lançamento de coisa em lugar indevido (CC, art. 938);
- c) acidentes de trabalho (Lei 8213, de 24 de julho de 1991);
- d) acidentes em estradas de ferro (Lei 2681, de 01 de dezembro de 1912) e, por analogia, os acidentes de transporte coletivos;
- e) navegação aérea (Código Brasileiro de Aeronáutica, Lei 7565 de 19 de dezembro de 1986);
- f) dano ambiental (Lei 6938, de 31 de agosto de 1981, art. 14, § 1º);
- g) dano nuclear (CF, art. 21, XVIII, c, Lei nº 645, de 17 de outubro de 1977, art.4º);
- h) prestação de serviço público (CF, art. 37, § 6º; CC, art. 43);

---

<sup>108</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, volume IV. São Paulo: Editora Saraiva, 2008, p.31.

<sup>109</sup> “Essa responsabilidade tem como fundamento a atividade exercida pelo agente, pelo perigo que pode causar dano à vida, à saúde ou a outros bens, criando risco de dano para terceiros (CC, art. 927, parágrafo único). (...) É preciso deixar bem claro que o perigo deve resultar do exercício da atividade e não do comportamento do agente”. DINIZ, Maria Helena. Manual de Direito Civil. São Paulo: Saraiva, 2010, p.297.

i) fato do produto ou serviço (Lei 8078, de 11 de setembro de 1990, art. 12,14).<sup>110</sup>

A ampliação das hipóteses de aplicação da responsabilidade objetiva relaciona-se com a inquietação da possibilidade de irreparabilidade de um dano verificado, se utilizados os critérios para a responsabilização subjetiva. Expõe a doutrina que “*nos meados do século XIX, esboçou-se o movimento jurídico contrário à fundamentação subjetiva da responsabilidade*”, pois “*sentiu-se que a culpa não abarcava os numerosos casos que exigiam reparação*”.<sup>111</sup>

A vida impõe a socialização dos riscos criados pelo desenvolvimento das atividades econômicas. Nesse sentido, Vitor Luís de Almeida pondera que a multiplicação dos riscos decorrentes das mudanças do mundo contemporâneo proporcionou o surgimento de “*uma responsabilidade independente da culpa, ou melhor, uma responsabilidade objetiva fulcrada no risco, que convive ao lado da responsabilidade subjetiva, já tradicionalmente defendida*”.<sup>112</sup>

Ao se referir ao tema, Wilson Melo da Silva aponta a impossibilidade de reparação dos danos com base na ideia de culpa como causa definidora para a construção da teoria da responsabilidade objetiva:

Dessa maneira, impossibilitada, pelas circunstâncias, a extremação ou a individualização de um responsável pela reparação dos danos dentro dos parâmetros usuais da responsabilidade clássica, necessário se torna que uma nova base se descubra para o suporte de um novo edifício da obrigação de reparar, alheio ao da culpa milenária, subjetiva.<sup>113</sup>

Como forma de não deixar sem reparação o dano, ampliaram-se, no correr dos anos, os casos de aplicação da responsabilidade objetiva, com alargamento da aplicação da teoria que dispensa a pesquisa da existência de culpa para estabelecer a responsabilidade.

A teoria objetiva da responsabilidade civil foca na reparação do dano à vítima. A preocupação maior é não deixar a vítima do dano sem ressarcimento. Tal conclusão tem respaldo nas lições de Alvino Lima:

---

<sup>110</sup> AMARAL, Franciso. Direito Civil, Introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, 6ª edição, p.559.

<sup>111</sup> RIZZARDO, Arnaldo. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 30.

<sup>112</sup> ALMEIDA, Vitor Luís de. A reponsabilidade civil do estado por erro judiciário. Belo Horizonte: D'Plácido, 2016, p. 68.

<sup>113</sup> SILVA, Wilson Melo da. Responsabilidade sem culpa. São Paulo: 2ª edição, 1974, p.165.

Dentro do critério do exame do comportamento voluntário de uma pessoa, máxime do burburinho da vida moderna, perquirindo a existência ou não da culpa, não era e não é possível assegurar-se à vítima a justa reparação dos prejuízos sofridos. (...) o problema da responsabilidade civil parece evoluir no sentido de examinar, preferencialmente, a posição da vítima, assegurando-lhe, o mais possível, a reparação dos prejuízos sofridos.<sup>114</sup>

A título de registro histórico, a responsabilização objetiva tem raízes no período que se segue à Revolução Industrial, como resposta à crescente ocorrência de eventos danosos com os trabalhadores da indústria. Como anota Wilson Melo da Silva, graças aos esforços doutrinários dos franceses Raymond Saleilles e Louis Josserand, promulgou-se, “na França, em 9 de abril de 1898, [a] Lei de Acidentes do Trabalho, que acolhia de jures constituto, e inequivocamente, os princípios da responsabilidade sem culpa”<sup>115</sup>. Até então, a obrigação de se indenizar por danos “se calcava, estritamente na culpa”<sup>116</sup>.

No Brasil, houve crescente ampliação da responsabilidade civil decorrente da lei, “expressão de tendência que se solidifica, no caso brasileiro, com a Constituição de 5 de outubro de 1988, que projeta o dever de reparação para além dos confins da conduta culposa dos indivíduos”.<sup>117</sup>

Essas digressões históricas são relevantes para percepção da importante coexistência da responsabilidade civil objetiva com a responsabilidade civil subjetiva, devendo-se respeitar as escolhas legislativas por uma ou outra responsabilidade. A importância do desenvolvimento da teoria da responsabilidade objetiva não diminui, ao contrário, recrudescer, a necessidade de observar os casos em que se deve aplicar o modelo de responsabilidade civil subjetiva, fundado na análise do elemento culpa na conduta do causador do dano. Os fatos da vida comprovam haver situações cuja melhor solução jurídica será encontrada com a aplicação do sistema de responsabilidade subjetiva, enquanto outras ensejarão a utilização do sistema de responsabilidade objetiva.

---

<sup>114</sup> LIMA, Alvino. A Responsabilidade Civil pelo Fato de Outrem. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 26.

<sup>115</sup> SILVA, Wilson Melo da. Responsabilidade civil sem culpa. São Paul: Saraiva, 2ª edição. 1974, p.54.

<sup>116</sup> SILVA, Wilson Melo da. Responsabilidade civil sem culpa. São Paul: Saraiva, 2ª edição. 1974, p.54.

<sup>117</sup> TEPEDINO, Gustavo. Temas de Direito Civil. A evolução da Responsabilidade Civil no Direito Brasileiro e suas Controvérsias na Atividade Estatal. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 193.

Ao selecionar a aplicação de uma ou outra espécie de responsabilidade civil, a lei prevê hipóteses que encerram um juízo de probabilidade sobre a proporcionalidade e adequação jurídica do dever de reparação pela ocorrência de determinado dano causado, pois não se admite a legislação abusiva emanada do Estado, considerando-se que as normas por ele editadas pelo Poder Público “*devem ajustar-se à cláusula que consagra, em sua dimensão material, o princípio do due process of law (CF, art5º, LIV). O postulado da proporcionalidade qualifica-se como parâmetro de aferição da própria constitucionalidade material dos atos estatais*”.<sup>118</sup>

Defensor do sistema de responsabilidade civil objetiva, José Aguiar Dias observa, com precisão, que “*a teoria da responsabilidade objetiva (...) corresponde, em termos científicos, à necessidade de resolver casos de danos que pelo menos com acerto técnico não seriam reparados pelo critério clássico*”<sup>119</sup> da culpa. Casos há, contudo, que podem ser resolvidos de melhor modo com a aplicação da teoria da responsabilidade civil subjetiva. Por isso, é possível que o legislador estabeleça situações nas quais devam se aplicar uma ou outra teoria.

Não há melhor ou pior teoria. O crescimento da objetivação da responsabilidade desde o século passado não determina a impossibilidade de exigência do elemento subjetivo da conduta para resolução de problemas de responsabilidade civil. O que importa é selecionar a teoria adequada para resolução dos casos que se apresentam, respeitadas os modelos de responsabilidade civil estabelecidos na lei.

Nessa perspectiva, destaque-se a possibilidade de o legislador escolher um modelo específico para determinadas situações jurídicas de reparação de dano.

### **2.3 Requisitos da responsabilidade civil extracontratual**

Já afirmado anteriormente que a divisão da responsabilidade em contratual e extracontratual não tem grande significado para exposição sobre a essência da

---

<sup>118</sup> RE-AgR 200844, Agravo Regimental no Recurso Extraordinário nº 200.844-3, Paraná, relator o Ministro Celso de Melo; data do julgamento: 25.06.2002.

<sup>119</sup> DIAS, José de Aguiar. Da responsabilidade civil, tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p.56.

responsabilidade. A responsabilidade *“extracontratual e a contratual regulam-se racionalmente pelos mesmos princípios, porque a ideia de responsabilidade é uma”*.<sup>120</sup> Em amostra exemplificativa, Pontes de Miranda afirma que *“quem deixa de pagar o que comprou põe-se em situação semelhante à de quem arrombou a cerca do vizinho, ou à de quem desligou a corrente elétrica da rua, ou de quem atropelou, com o automóvel, o transeunte, ou de quem matou”*.<sup>121</sup>

Entretanto, algumas especificidades, o rigor técnico decorrente da divisão acolhida pelo Código Civil e a possibilidade de aplicação dessas categorias nos casos de responsabilidade dos fundos de investimento em ações justificam o tratamento em separado das responsabilidades classificadas em contratual e extracontratual.

Os três elementos observados na responsabilidade extracontratual são igualmente exigidos para configuração da responsabilidade civil contratual. Trata-se de um ponto de interseção das duas hipóteses. A exposição preliminar desses três elementos proporciona uma explicação apenas complementar sobre alguns aspectos da responsabilidade contratual.

Acrescente-se que a conceituação da responsabilidade extracontratual permite um entendimento mais abrangente da responsabilidade civil, pois permite com precisão, a compreensão do dano, da conduta e do nexo de causalidade, proporcionando o entendimento sobre as razões jurídicas que fazem nascer a obrigação de indenizar ou o direito de ser indenizado, independente da fonte jurídica do dever ou do direito.

A responsabilidade civil extracontratual decorre da verificação de um dano, que faz surgir o natural questionamento sobre o seu causador e responsável pela reparação. O liame entre a conduta e o dano é denominado nexo de causalidade. Para melhor entendimento de situação ensejadora de responsabilidade civil, pode-se citar o simples exemplo do motorista que dirigia o carro em alta velocidade, e por uma desatenção ou derrapagem não prevista, se choca com um outro carro e provoca dano ao patrimônio de outra pessoa.

---

<sup>120</sup> DIAS, José de Aguiar. Da responsabilidade civil, tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p.148.

<sup>121</sup> MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado, Tomo XXVI. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1971, p.25.

A seguir, então, serão abordados os três elementos da responsabilidade civil extracontratual: conduta, dano e o nexo de causalidade.

## 2.4 A conduta e o dano

Conduta pode ser classificada como “*comportamento humano voluntário que se exterioriza através de uma ação ou omissão, produzindo consequências jurídicas*”.<sup>122</sup> A responsabilização por essa conduta recai apenas sobre quem tenha o entendimento sobre o caráter do ato que praticou e a capacidade de se comportar conforme esse entendimento. Fala-se, então, em imputabilidade do agente como pressuposto da responsabilidade civil.

Quem provoca um dano pode fazê-lo por ação ou por omissão. A forma comissiva é mais simples de ser identificada porque será, necessariamente, exteriorizada e, por isso, perceptível à observação humana. Quando se percebe uma pessoa em alta velocidade com o veículo que vem a colidir com o outro em decorrência de uma derrapagem, é facilmente identificável ter havido a conduta de dirigir automóvel. De outro lado, pratica-se dano por ato omissivo, desde que haja relevância jurídica na omissão, verificável quando se imputa a alguém o dever jurídico de garantidor. Assemelha-se à situação dos crimes omissivos impróprios, prevista no art.13, § 2º do Código Penal, segundo o qual “*a omissão é penalmente relevante quando o omitente devia e podia agir para evitar o resultado*”. No direito civil, o raciocínio a ser aplicado nas hipóteses de omissão voluntária é o mesmo. Cita-se o exemplo da enfermeira que, “*violando as suas regras de profissão e o próprio contrato de prestação de serviços que celebrou (...), deixa de ministrar os medicamentos ao seu patrão, por dolo ou desídia*”.<sup>123</sup>

A responsabilidade subjetiva exige, conforme anteriormente mencionado, a presença da culpa na conduta. Fala-se em culpa *lato sensu* como expressão genérica do elemento subjetivo da conduta, que classifica-se em dolo e culpa *strictu*

---

<sup>122</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: 2007, Atlas, p.24.

<sup>123</sup> GAGLIANO, Pablo Stolze; FILHO, Rodolfo Pamplona. Novo Curso de Direito Civil, v.3 Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2005, 33.

*sensu*. Dolo e culpa em sentido estrito são institutos jurídicos distintos, que não se confundem.

Washington de Barros Monteiro conceitua a culpa em sentido amplo como a “*inexecução consciente de uma norma de conduta, cujos efeitos danosos são desejados pelo agente (dolo) ou previsíveis, mas não evitados pelo infrator (culpa em sentido estrito)*”.<sup>124</sup>

Conforme se depreende, a conduta pode ser praticada de forma intencional para violar o direito, e, por consequência, ocasionar um dano específico; ou não-intencional, quando, apesar de verificado o dano, o resultado não era desejado pela atividade humana.

São duas as principais teorias acerca do dolo: a da vontade (dirige-se a conduta para produção de um resultado antijurídico) e a da representação (viola-se a norma jurídica e representa-se o resultado possível). Ao expor as diferenças das conceituações das duas teorias, Francisco Amaral bem resume o dolo como a vontade consciente de violar direito:

Para a doutrina da vontade, dolo é a vontade encaminhada a produzir um resultado antijurídico. Para a teoria da representação, dolo é a previsão do resultado. Na maioria dos casos, existe dolo do ponto de vista das duas teorias quando alguém pratica um ato prevendo o dano que vai causar, quer esse dano, ainda que atue com fim diverso e considere a lesão efeito acessório não desejável. Dolo é, portanto, a vontade consciente de violar direito.

Pela teoria da representação, age com dolo o agente que intencionalmente viola a norma jurídica e representa o resultado possível (como por exemplo, quando o agente prevê o resultado danoso “prejuízo financeiro a outrem” ao não cumprir com a entrega de mercadoria acordada para data específica). Dolosa é a conduta, então, conscientemente dirigida ao descumprimento da norma jurídica ou do contrato, da qual resulta, em regra, o evento danoso. É elemento da conduta, revelador de um nexos entre o estado anímico do agente e o ato. Integra uma conduta antijurídica, ainda que dela não decorra prejuízo. Nessa linha de raciocínio,

---

<sup>124</sup> MONTEIRO, Washington de Barros; MALUF, Carlos Alberto Dabus; SILVA, Regina Beatriz Tavares da. Curso de direito civil, vol.5: direito das obrigações, 2ª parte. São Paulo: Saraiva, 2015, p.566.

registra-se o alargamento do conceito de dolo para caracterizá-lo na conduta *“antijurídica, sem que o agente tenha o propósito de prejudicar. Abandonando a noção tradicional do ânimo de prejudicar, aceitou [a doutrina] que a sua tipificação delimita-se no procedimento danoso, com a consciência do resultado”*<sup>125</sup>.

Ao contrário do que se observa na conduta dolosa, na culposa, não há vontade dirigida para a violação do direito. O resultado danoso decorrente de conduta culposa era indesejado. Como afirma Carlos Roberto Gonçalves, o dolo *“consiste na vontade de cometer uma violação de direito e a culpa, na falta de diligência. (...) O juízo de desvalor no dolo incide sobre a conduta, ilícita desde a sua origem; na culpa, incide apenas sobre o resultado”*.<sup>126</sup>

A culpa em sentido estrito é conduta voluntária *“contrária ao dever de cuidado imposto pelo Direito, com a produção de um evento danoso involuntário, porém, previsto ou previsível”*.<sup>127</sup> Dessa conceituação, identificam-se os elementos três elementos da culpa: *“a) conduta voluntária com resultado involuntário; b) previsão ou previsibilidade; c) falta de cuidado, cautela, diligência ou atenção”*.

Conceituação que facilita o entendimento sobre as distinções entre dolo e culpa em sentido estrito relaciona-se a uma tradicional definição do Direito romano, ainda presente em algumas legislações, tal como explica Aguiar Dias: *“corresponde à distinção entre dolo e culpa propriamente dita a estabelecida no direito romano, e conservada em muitas legislações, entre delito e quase-delito. Delito é a violação intencional da norma de conduta. Quase-delito é o fato pelo qual a pessoa capaz de ofender, operando sem malícia, mas com negligência não escusável, em relação ao direito alheio, comete infração prejudicial a outrem”*.<sup>128</sup>

Quem, em plenas condições de saúde, dirige um carro, sem defeito mecânico, em alta velocidade e o faz colidir frontalmente contra o carro de um desafeto, revela violação intencional do direito. Outra pessoa que, assume uma velocidade maior que a permitida para fazer chegar à faculdade em tempo de participar da aula previamente programada, mas acaba por colidir com outro carro, não revela ter querido ocasionar dano ao patrimônio, apesar de ser previsível a

---

<sup>125</sup> PEREIRA, Caio Mário. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p.89-90.

<sup>126</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, volume IV. São Paulo: Editora Saraiva, 2008, p.297/298.

<sup>127</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: 2007, Atlas, p.34.

<sup>128</sup> DIAS, José de Aguiar. Da responsabilidade civil, tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p.56.

possibilidade de causação de dano em decorrência do tráfego em velocidade maior do que a permitida para a via. No primeiro caso, diz-se que o causador do dano agiu com dolo. No segundo caso, tem-se que o causador do dano agiu com culpa.

Nos dois casos, verifica-se uma vontade do agente. No primeiro, a vontade foi dirigida à violação do direito. Desde o início, o agente supôs o prejuízo ao desafeto. No segundo caso, a situação é distinta, a causação do prejuízo não era intentada pelo agente, apesar de estar dentro do espectro de acontecimentos previsíveis para quem dirige em velocidade acima da permitida. No primeiro caso, o causador responde pelo dano por ter agido com dolo. No segundo caso, por ter agido com culpa, ressalvadas as possibilidades legais em que se tem a exclusão da ilicitude.

Quando se age com culpa em sentido estrito não se deseja a violação de preceito jurídico e o resultado decorrente da conduta. No exemplo anterior, não era desejo do condutor do veículo atingir outro carro. A vontade final, desejada, era chegar a tempo à faculdade. Não há uma correlação entre conduta e resultado. A conduta não era dirigida para o resultado ocorrido. Quem age com culpa age com um déficit de cuidado.<sup>129</sup> Essa falta de cuidado exterioriza-se de três modos: imprudência, negligência e imperícia.

Imprudência relaciona-se com a falta de um dever de cuidado, uma cautela exigida a todos que convivem em sociedade e devem observar a velocidade da via de trânsito, por exemplo. É imprudente quem dirige o carro a uma velocidade de 120 km/h em uma via cuja velocidade limite é de 80 km/h.

Negligência é a falta de atenção para realização de determinada tarefa. Intuitivamente, tem-se a ideia de negligência como desleixo, falta de cuidado. Age negligentemente o motorista que não promove o adequado conserto do carro, apesar de ciente do problema. Por exemplo, há um aviso sobre o mau funcionamento dos freios e nenhuma providência é tomada até que a falha no sistema de frenagem provoca um acidente. Também é negligente o médico habilitado para uma cirurgia que não observa uma gaze no corpo do paciente antes de proceder ao curativo da cisão realizada para o procedimento médico.

---

<sup>129</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: 2007, Atlas, p.36.

Em terceiro, tem-se a imperícia, verificada quando alguém desenvolve uma conduta sem a habilidade necessária para fazê-lo. Assim ocorre quando uma pessoa, muito habilitada para dirigir uma lancha, assume a direção de um veículo automotor sem nenhum treinamento e causa um dano patrimonial. Nesse caso, o causador do acidente agiu com culpa na modalidade imperícia. Igualmente, age com imperícia o analista de renda fixa de uma instituição financeira que, sem aptidão para operar no mercado de ações, promove compra e venda de ativos.

Para melhor compreensão dessas formas de desatenção, Carlos Roberto Gonçalves expõe as diferenças da seguinte maneira:

Imprudência é conduta positiva, consistente em uma ação da qual o agente deveria abster-se, ou em uma conduta precipitada. (...) A negligência consiste em uma conduta omissiva: não tomar uma as precauções necessárias, exigidas pela natureza da obrigação e pelas circunstâncias, ao praticar uma ação. (,,,) Por fim, a imperícia é a incapacidade técnica para o exercício de uma determinada função, profissão ou arte.<sup>130</sup>

Dentre as classificações propostas para a distinção da natureza da culpa em sentido estrito, destaca-se aquela que classifica a culpa em levíssima, leve e grave. Afirma-se levíssima, a falta somente evitável com atenção extraordinária ou conhecimento singular. Culpa leve é a que se observa em situações para as quais exigível uma atenção ordinária. Grave é a aquela cometida por uma desatenção elevada, imprópria ao homem comum.<sup>131</sup>

Alguns autores, apontam que ao dolo, na responsabilidade civil, deve ser dispensado “o mesmo tratamento da culpa grave ou gravíssima. A conclusão, de que o dolo equivale à culpa grave, vem do brocardo latino culpa lata dolo aequiparatur, originário do direito romano, e com grande aplicação na atualidade”.<sup>132</sup>

---

<sup>130</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, volume IV. São Paulo: Editora Saraiva, 2008, p.299.

<sup>131</sup> MONTEIRO, Washington de Barros; MALUF, Carlos Alberto Dabus; SILVA, Regina Beatriz Tavares da. Curso de direito civil, vol.5: direito das obrigações, 2ª parte. São Paulo: Saraiva, 2015, p.559.

<sup>132</sup> Tartuce, Flávio. Manual de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2011 p. 414.

Ocasionado o dano em decorrência da conduta, surge o dever de indenizar eventual prejuízo. Sem prejuízo, não há falar em responsabilidade civil. A lição é precisa: *“resultando a responsabilidade civil em obrigação de ressarcir, logicamente não pode concretizar-se onde nada há que repara”*.<sup>133</sup> A sanção pelo dano corresponde à reparação ou indenização. Daí que se fala em dano indenizável ou reparável.

O dano é o evento causado contra o patrimônio da alguém, podendo-se verificá-lo, inclusive, em relação ao patrimônio imaterial. É o estrago verificável e revela-se como um *“dos elementos necessários à configuração da responsabilidade civil, o que suscita menos controvérsia”*.<sup>134</sup> Doutrinariamente, conceitua-se o dano como a diminuição *“de um bem jurídico, (...), quer se trate de um bem material, quer se trate de um bem integrante da própria personalidade da vítima, como a sua honra, a imagem, a liberdade etc. Em suma, (...) é lesão de um bem jurídico, tanto material como moral, vindo daí a conhecida divisão do dano patrimonial e moral”*<sup>135</sup>.

Da definição transcrita, constata-se possível a indenização em decorrência de um evento danoso que lese direito material ou moral. Quanto à percepção fenomênica, no primeiro é possível identificar alteração no mundo das coisas. Assim, por exemplo, quando se depara com um carro deteriorado. Orlando Gomes explica que o dano patrimonial pressupõe *“sempre ofensa ou diminuição de certos valores econômicos. (...) quando ao dano não corresponde as características do dano patrimonial, dizemos que estamos em presença de dano moral”*.<sup>136</sup>

No dano moral, pode não haver uma alteração no mundo externo que permita a identificação do dano. Quanto a essa afirmação anote-se uma exceção, pelo menos. Para os que consideram o dano estético como uma espécie ou um desdobramento do dano moral, haveria nesse caso, possibilidade de se verificar o dano moral por uma alteração perceptível externamente. Em regra, o dano moral diz respeito à ofensa aos atributos da dignidade da pessoa, tais como o direito à privacidade, intimidade, honra etc. A ofensa a esses direitos não é perceptível à visão humana, mas verificável a partir dos elementos concretos dos casos avaliados.

---

<sup>133</sup> DIAS, José de Aguiar. Da Responsabilidade Civil. Tomo II. Rio de Janeiro, Forense, 1973, p.339.

<sup>134</sup> DIAS, José de Aguiar. Da Responsabilidade Civil. Tomo II. Rio de Janeiro, Forense, 1973, p.339..

<sup>135</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: 2007, Atlas, p.71.

<sup>136</sup> GOMES, Orlando. Responsabilidade Civil no Direito Brasileiro. Rio de Janeiro: Forense, 1997, p.69.

Não são raros eventos em que se tem o cúmulo de dano material e dano moral. Em eventual hipótese de responsabilização dos gestores de fundo de investimento em ações não se exclui a possibilidade de ocorrência de dano moral. Nesses casos, o dano material geralmente vem acompanhado do dano moral.

Antes do encerramento do tópico, convém registrar a acertada lição sobre a irreparabilidade do dano futuro. A assertiva é correta, porque certeza e atualidade são exigências para reparação do dano. Depreende-se que o dano “*deve atender a certos requisitos para ser objeto de indenização ou reparação pecuniária e ser considerado como tal. Deve, portanto, ser verdadeiro, atual e direto*”.<sup>137</sup>

Nesse sentido, afirma-se “*certo o dano não hipotético, ou seja, determinado ou determinável. Atual é o dano já ocorrido ao tempo da responsabilização. Vale dizer: em regra, não se indeniza o dano futuro pela simples razão de que dano ainda não há*”.<sup>138</sup> Anotada a advertência quanto a esse aspecto, expostas as principais características da conduta e do dano, a continuidade do estudo impescinde da certificação do liame causal que os une. Disso, cuidar-se-á no próximo tópico.

## **2.5 O liame entre a conduta e o dano - nexos de causalidade**

A advertência, que expõe o relevo do nexos causal para a responsabilidade, é de Pontes de Miranda: “*o que importa para a determinação do dever de indenizar não é o peso das culpas do ofensor e do ofendido, mas a relação causal O dolo do ofendido, que não concausou o dano, nem o aumentou, não é de considerar-se*”.<sup>139</sup>

O nexos de causalidade é a ligação entre a conduta e o dano causado. Para a responsabilização, é necessário “*que se torne absolutamente certo que, sem esse*

---

<sup>137</sup> TRUJILLO, Rafael Durán. *Nociones de Responsabilidad Civil (contractual y delictuosa)*. Bogotá: Editorial Temis, 1957, p. 91. “*El daño o perjuicio debe reunir algunos requisitos para que sea objeto de indemnización o reparación pecuniária y para que sea considerado como tal. Debe, por tanto, ser cierto, actual y directo*” (tradução livre).

<sup>138</sup> TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 334.

<sup>139</sup> MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado*, Tomo XXII. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1971, p.202.

*fato, o prejuízo não poderia ter lugar*<sup>140</sup>. Exige-se uma relação de certeza entre a causa e a ocorrência do dano.

Três são as principais teorias que se propõem a explicar o nexo de causalidade no sentido de estabelecer quais são as condutas aptas a serem reconhecidas como causadoras do dano.

Pela teoria da equivalência das condições, toda a circunstância que tenha concorrido para ocasionar o dano é considerada causa. A denominada equivalência *“resulta de que, suprimida uma delas, o dano não se verificaria. O ato do autor do dano era condição sine qua non para que este se verificasse. Por isso, chama-se esta teoria da equivalência das condições ou da condição sine qua non”*<sup>141</sup>.

Por essa teoria, observadas todas as condições anteriores ao resultado, até mesmo o nascimento daquele que praticou a conduta deveria ser considerado para se estabelecer as circunstâncias que foram concorrentes para a produção do resultado, pois tudo que contribui para o resultado deve ser considerado. Em razão dessa regressão ilimitada sobre as causas, é muito criticada, especialmente no Direito Civil. É a teoria adotada pelo Código Penal, no art. 13, segundo o qual o resultado, *“de que depende a existência do crime, somente é imputável a quem lhe deu causa. Considera-se causa a ação ou omissão sem a qual o resultado não teria ocorrido”*.

Para resolução da regressão até o infinito, o Direito Penal considera interrompida a cadeia causal *“no instante em que não houver dolo ou culpa por parte daquelas pessoas que tiveram alguma importância na produção do resultado”*<sup>142</sup>. No Direito Penal brasileiro, contudo, não há hipótese de responsabilidade objetiva, admitida no Direito Civil, tema a ser desenvolvido mais adiante. Nessa espécie de responsabilidade não se investiga a ocorrência de culpa ou dolo. Seria impossível,

---

<sup>140</sup> GONÇALVES. Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro: Volume IV. Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 330-331. “O que se deve entender, juridicamente, por nexo causal determinante da responsabilidade civil? O esclarecimento dessa noção vamos encontrá-lo na lição de Demogue, ao precisar que não pode haver um nexo causal senão quando se esteja diante de uma relação necessária entre o fato incriminado e o prejuízo. É necessário que se torne absolutamente certo que, sem esse fato, o prejuízo não poderia ter lugar”<sup>140</sup>.

<sup>141</sup> GONÇALVES. Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro: Volume IV. Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 331.

<sup>142</sup> GRECO, Rogério. Curso de Direito Penal, volume I. Niterói/RJ, Editora Impetus, 2007, p. 220.

portanto, limitar a regressão com base na culpa ou no dolo, como ocorre no direito penal. Faz sentido, por isso, o não acolhimento por inteiro da teoria pelo Direito Civil.

Outra teoria que propõe soluções para onexo causal é a da causalidade adequada, segundo a qual há de se identificar se a causa apontada como geradora do evento danoso apresenta capacidade de provocar o resultado.

Encontra-se na doutrina exemplo que elucida as diferenças entre as teorias da equivalência dos antecedentes e da causalidade adequada. “A” atinge a cabeça de “B” com uma pancada, que seria insuficiente para a causação de ferimento, por menor que fosse, em uma pessoa normalmente desenvolvida, com saúde média e constituição óssea adequada. Contudo, a pessoa atingida com essa pancada, apresentava um problema de saúde, consistente de uma fraqueza específica nos ossos do crânio. Em razão dessa anomalia específica, a pancada ocasiona a morte de “B”. Identifica-se que o evento danoso, no caso a morte de “B”, ocorreu sem que a pancada ilícita dada por “A” pudesse ser identificadacom a causa adequada da morte de “B”<sup>143</sup>.

Utilizada a teoria da equivalência das condições, deve-se considerar a pancada uma condição *sine qua non* do evento danoso, o que implica a responsabilização do autor. Adotada a teoria da causalidade adequada, o autor não seria responsabilizado pelo evento danoso morte. Lembra Carlos Roberto Gonçalves que a teoria da causalidade adequada “é bastante aplicada em acidentes de veículos, para se definir, por exemplo, qual das condutas foi adequada a provocar o dano: se a do motorista que invadiu a preferencial, não respeitando a placa “PARE”, ou se a do que transitava por esta, em velocidade excessiva”<sup>144</sup>.

---

<sup>143</sup> GONÇALVES. Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro: Volume IV. Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 332. “As duas teorias podem ser facilmente compreendidas como o seguinte exemplo: “A” deu uma pancada ligeira no crânio de “B”, que seria insuficiente para causar o menor ferimento num indivíduo normalmente constituído, mas por ser “B” portador de uma fraqueza particular dos ossos do crânio, isso lhe causou uma fratura de que resultou morte. O prejuízo deu-se, apesar de o fato ilícito praticado por “A” não ser a causa adequada a produzir aquele dano em um elemento adulto”.

<sup>144</sup> GONÇALVES. Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro: Volume IV. Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 332. “O prejuízo deu-se, apesar de o fato ilícito praticado por “A” não ser a causa adequada a produzir aquele dano em um elemento adulto. Segundo a teoria da equivalência das condições, a pancada é uma condição *sine qua non* do prejuízo causado, pelo qual seu autor terá de responder. Ao contrário, não haveria responsabilidade, em face da teoria da causalidade adequada. Esta última é bastante aplicada em acidentes de veículos, para se definir, por exemplo, qual das condutas foi adequada a provocar o dano: se a do motorista que invadiu a preferencial, não respeitando a placa “PARE”, ou se a do que transitava por esta, em velocidade excessiva”.

Mais uma teoria que objetiva estabelecer critérios para a verificação da relação de causalidade, é a do dano direto e imediato, segundo a qual, para o reconhecimento do nexo causal, é indispensável que o evento danoso tenha ocorrido por conduta direta e imediatamente anterior à sua produção.

Ao tratar das perdas e danos decorrentes do inadimplemento das obrigações contratuais, o art.403 do Código Civil a expressão dessa teoria, ao dispor que “as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual”, ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor.

Sobre o assunto, o Superior Tribunal de Justiça assentou a adoção da teoria do dano direto e imediato para reconhecer a relação de causalidade em conduta omissiva de empresa de transporte que deixou de exigir documentos de menor de idade e permitiu o seu embarque para viagem rodoviária em ônibus de sua propriedade. Conforme consignado na ementa do acórdão, “na aferição do nexo de causal a configuração do nexo de causalidade, a ensejar a responsabilidade civil do agente, demanda a comprovação de conduta comissiva ou omissiva determinante e diretamente atrelada ao dano<sup>145</sup>”. No caso, reconheceu-se que a conduta omissiva contribuiu decisivamente para o evento do sequestro do menor, pois, apesar de

---

<sup>145</sup> DIREITO CIVIL. RESPONSABILIDADE CIVIL. AGRAVO INTERNO NO RECURSO ESPECIAL. INDENIZAÇÃO. DANOS MORAIS. ACÓRDÃO RECORRIDO FUNDAMENTADO. TRANSPORTE RODOVIÁRIO. MENOR DE IDADE. EXIGÊNCIA DE DOCUMENTOS DE IDENTIFICAÇÃO. NEXO DE CAUSALIDADE. RECONHECIDO. AGRAVO DESPROVIDO.

1. Não se verifica a alegada violação do art. 535 do CPC/1973, na medida em que a eg. Corte de origem dirimiu, fundamentadamente, a questão que lhe foi submetida, não se confundindo julgamento desfavorável, como no caso, com negativa de prestação jurisdicional ou ausência de fundamentação.

2. Na aferição do nexo de causalidade, a doutrina majoritária de Direito Civil adota a teoria da causalidade adequada ou do dano direto e imediato, de maneira que somente se considera existente o nexo causal quando o dano é efeito necessário e adequado da causa cogitada (ação ou omissão). Logo, a configuração do nexo de causalidade, a ensejar a responsabilidade civil do agente, demanda a comprovação de conduta comissiva ou omissiva determinante e diretamente atrelada ao dano.

3. No caso, apreciando o conjunto fático-probatório dos autos, o Tribunal de Justiça concluiu que a omissão da recorrente, ao deixar de exigir qualquer documentação do menor e dos sequestradores, para realizar o transporte interestadual, contribuiu decisivamente para o evento danoso, o sequestro e os traumas daí advindos.

4. Isso, porque a mera exigência dos documentos seria suficiente para interromper o deslocamento do menor para outro Estado da federação, reduzindo sua exposição aos abusos, inclusive sexuais, que se seguiram a seu transporte.

5. Nesse contexto, modificar a conclusão do acórdão recorrido demandaria o reexame de fatos e provas, atividade, em regra, obstada, nos termos da Súmula 7/STJ.

6. Agravo interno desprovido.

(AgInt no REsp n. 1.401.555/MG, relator Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 3/10/2022, DJe de 24/10/2022.)

desnecessária a autorização para o transporte desacompanhado dos responsáveis legais, a ausência de apresentação de documentação, acaso solicitada, impediria o embarque para o transporte.

Nos termos do que enunciado pela teoria, não se indenizam os danos indiretos ou remotos que estejam fora do desdobramento direto da conduta causadora do dano:

Não é, portanto, indenizável o chamado dano remoto, que seria consequência indireta do inadimplemento, envolvendo lucros cessantes para cuja caracterização tivessem de ocorrer outros fatores. Se alguém, por exemplo, sofre um acidente automobilístico no instante em que se dirigia ao aeroporto para viagem de negócios, pode responsabilizar o motorista causador do dano pelos prejuízos que resultaram direta e imediatamente do sinistro, como as despesas médico-hospitalares e os estragos do veículo, bem como aos lucros cessantes, referentes aos dias de serviço perdidos. Mas não poderá cobrar os danos remotos, atinentes aos eventuais lucros que poderia ter auferido, se tivesse viajado e efetuado os negócios que tinha em mente. É que esses danos, embora filiados a ato do motorista, acham-se muito distantes deste e podem ter outras causas.<sup>146</sup>

Ressalte-se a possibilidade de que os danos, a princípio, indiretos, sejam posteriormente identificados como diretamente relacionados à conduta. No exemplo citado, poder-se-ia discutir sobre eventual indenização por lucros cessantes em decorrência da conduta, desde que, por exemplo, aquele que se dirigia ao aeroporto fosse embarcar para a assinatura de um contrato comprovadamente gerador de benefícios econômicos. As provas do caso concreto indicarão quais os fatos estão na linha de desdobramento imediata da conduta.

Conforme explica Flávio Tartuce, as teorias da causalidade adequada e do dano direto estão acolhidas pelo Código Civil:

A teoria do dano direto e imediato já constava do art. 1060 do Código Civil de 1916, reproduzido pelo Código Civil de 2002. A teoria da causalidade adequada foi introduzida pelos arts. 944 e 945 do Código Civil de 2002, que tratam da fixação da indenização por equidade. Os dois últimos dispositivos

---

<sup>146</sup> GONÇALVES. Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro: Volume IV. Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 333.

são os que devem prevalecer (...), pois de acordo com o espírito e a principiologia da atual codificação privada.<sup>147</sup>

Mais importante do que a teoria escolhida para estabelecer o nexo de causalidade, é a precisão em relação à verificação fática entre a conduta e o dano. Esse liame é fundamental para a definição jurídica da responsabilidade por dado evento danoso. Tanto o alargamento do nexo causal quanto o seu estreitamento são inadequados para uma solução adequada dos problemas da responsabilidade civil.

Se, por exemplo, a teoria da equivalência não pode (e isso é certo) ser utilizada para alargar a responsabilidade, ampliando ao infinito a pesquisa sobre a conduta causadora do evento danoso, talvez sirva para definir com precisão o autor do ato ensejador do resultado, razão pela qual, desde que avaliados os elementos culpa e dolo na conduta, não deve ser totalmente descartada para perquirição do nexo de causalidade no Direito Civil. Ressalte-se, contudo, não ser a teoria acolhida nem pelo Código Civil brasileiro, nem pela jurisprudência nacional.

Caso demasiadamente alargada a compreensão sobre o nexo causal, pode-se punir condutas que não deveriam estar inseridas no espaço de atuação de causação do dano. De outro modo, restringir o espectro de incidência das condutas ensejadoras de dano pode levar à indesejável irresponsabilidade dos causadores de danos efetivamente identificados. Nessa linha de raciocínio, segue-se na análise dos elementos da responsabilidade civil.

## **2.6 Responsabilidade civil contratual**

Assentada a análise da conduta, do dano e do nexo de causalidade, comuns às responsabilidades contratual e extracontratual, complementa-se, em relação a esta última, a exposição de algumas particularidades.

O primeiro elemento de verificação para avaliação da ocorrência da responsabilidade contratual é o contrato válido, cujo descumprimento será a fonte da obrigação de indenizar. Caso cumprido o contrato, não se fala em responsabilidade

---

<sup>147</sup> TARTUCE, Flávio. Manual de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Editora Método, 2011, p.423.

por sua inexecução. Se descumprido, surge o inadimplemento ou a sua inexecução, como segundo elemento a ser considerado na responsabilidade contratual. O inadimplemento pode “*provir, indiferentemente, de culpa ou dolo do devedor*”.<sup>148</sup>

Fernando Pessoa Jorge distingue a responsabilidade obrigacional da responsabilidade delitual. Essa distinção fundamenta-se na violação de um dever em sentido técnico (obrigacional) ou de outro dever (extra-obrigacional, correspondente à responsabilidade delitual, aquiliana ou extracontratual, nos termos em que anteriormente estudado).<sup>149</sup>

Apesar de multicitada nas obras que tratam da responsabilidade civil, obrigatória a transcrição da perspicaz observação de José de Aguiar Dias sobre a inexecução contratual como fonte de obrigação:

Por outro lado, não se pode encarar a responsabilidade contratual como simples problema de efeito das obrigações. Se o contrato é uma fonte de obrigações, a sua inexecução também o é. Quando ocorre a inexecução, não é a obrigação contratual que movimenta o mundo da responsabilidade. O que se estabelece é uma obrigação nova, que se substitui à obrigação preexistente no todo ou em parte: a obrigação de reparar o prejuízo consequente à obrigação assumida.<sup>150</sup>

A inexecução contratual da qual se cuida pode ser total ou parcial e, comprovados os demais requisitos, enseja a indenização pelo descumprimento daquela obrigação assumida originariamente com a celebração do contrato, a qual, foi entabulada para cumprimento no nascimento do ajuste.

Ao contrário do que se verifica na extracontratual, a regra, na responsabilidade contratual, é a presunção da culpa, o que impõe ao devedor a prova de não ter agido culposamente ou da presença de causa que exclua a responsabilidade. Essa regra está vinculada, em verdade, ao tipo de obrigação assumida por quem teria causado o dano reclamado. Se houve o compromisso do alcance de determinado resultado, confirma-se a regra e a culpa será presumida. Caso esteja em análise a obrigação de meio, a necessidade de se provar a culpa é

---

<sup>148</sup> MONTEIRO, Washington de Barros; MALUF, Carlos Alberto Dabus. Curso de direito civil, vol.4: direito das obrigações, 1ª parte. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 412.

<sup>149</sup> JORGE, Fernando Pessoa. Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil. Coimbra: Almedina, 199, p.38.

<sup>150</sup> DIAS, José de Aguiar. Da responsabilidade civil, tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p.149.

exceção que confirma a regra. O tipo de obrigação assumida é, portanto, dado determinante para compreensão do problema da responsabilidade contratual. Nessa linha de compreensão, ensina Cavalieri Filho:

Na realidade, entretanto, essa presunção de culpa não resulta do simples fato de estarmos em sede de responsabilidade contratual. O que é decisivo é o tipo de obrigação assumida no contrato. Se o contratante assumiu a obrigação de alcançar um determinado resultado e não conseguiu, haverá culpa presumida, ou, em alguns casos, até responsabilidade objetiva: se a obrigação assumida no contrato foi de meio, a responsabilidade, embora contratual, será fundada na culpa provada. Na responsabilidade extracontratual subjetiva – estamos todos lembrados – a regra é a culpa provada, ônus que cabe à vítima, admitindo-se apenas excepcionalmente a culpa presumida.<sup>151</sup>

Nas obrigações de resultado, a execução será atingida quando o devedor “*cumpra o objetivo final; nas de meio, a inexecução caracteriza-se pelo desvio de certa conduta ou omissão de certas precauções, a que alguém se comprometeu, sem se cogitar do resultado final*”.<sup>152</sup> Nos casos em que o contrato prevê um resultado, somente se extingue a obrigação quando este se produziu.<sup>153</sup> Nas obrigações de meio, não se tem em vista um benefício “*cuja possibilidade ou impossibilidade de obtenção é incerta, mas a intervenção ativa, prudente e diligente do devedor no cumprimento da sua obrigação*”.<sup>154</sup>

Em decorrência do risco inerente aos investimentos em ações, compreende-se ser de meio a obrigação assumida pelo gestor dos fundos de investimento em relação ao êxito da aplicação, pois impossível, considerada a natureza das coisas, a garantia de resultado do desempenho financeiro. A responsabilidade civil contratual há de ser analisada, portanto, com fundamento na assunção de uma obrigação de meio, consideradas as especificidades acima expostas.

---

<sup>151</sup> CAVALIERI FILHO, Sérgio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: 2007, Atlas, p.267-268.

<sup>152</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil: teoria geral das obrigações (edição revista e atualizada por Guilherme Calmon Nogueira da Gama. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p.47.

<sup>153</sup> TRUJILLO, Rafael Durán. Nociones de Responsabilidad Civil (contractual y delictuosa). Bogotá: Editorial Temis, 1957, p. 21. “*En los casos en que del contrato se busca un resultado, sólo se extingue la obligación cuando éste se ha producido*” (tradução livre).

<sup>154</sup> Ibidem, p. 23. “*Cuando la obligación no es de resultado, sino de medio, acreedor y deudor no tienen en mira un provecho cuya posibilidad o imposibilidad de obtenerse es incierto, sino la intervención activa, prudente y diligente del deudor en el cumplimiento de su obligación*” (tradução livre).

### 3. Responsabilidade civil dos gestores de investimentos em ações e responsabilidade civil – a escolha do legislador

Celso Antônio Bandeira de Melo explicita a significativa finalidade do conhecimento para o operador do direito. Segundo ensina, a mente do cientista do direito, ou de quem promove-lhe a aplicação, só pode estar vertida “*sobre a questão de identificar que normas são ou serão suscitadas à vista de determinado evento*”:

Ao cientista do direito, tanto quanto a quem exerce o ofício de aplicá-lo ou de promover-lhe a aplicação (juiz, advogado etc), enquanto adstritos a tal mister, só interessam noções que lhe proporcionem saber que princípios e regras jurídicas vigorem perante as situações tais ou quais. Ou seja: suas mentes estão e só podem estar vertidas sobre a questão de identificar que normas são ou serão suscitadas à vista de determinado evento (fato, comportamento, ato, relação ou situação).<sup>155</sup>

O tratamento da responsabilidade dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em ações pelo Código Civil é recente e convém ao operador do direito a identificação das situações fáticas sobre as quais poderiam ocorrer questionamento da responsabilização civil dos gestores de investimentos em ações com o objetivo de aplicar as lições transcritas acima e “*identificar que normas são ou serão suscitadas à vista de determinado evento (fato, comportamento, ato, relação ou situação)*”. O problema jurídico da responsabilidade dos gestores dos fundos de investimento em ações é apenas aparente - e enganosamente - simples.

Por meio de um termo de adesão, os cotistas que aportam o dinheiro em um fundo de investimento aderem a um regulamento próprio, que especifica as condições da adesão e as características do funcionamento do fundo.

A adesão ao regulamento estabelece, em regra, direta relação jurídica entre o cotista investidor e o administrador do fundo. Da mesma maneira, pode-se prever em regulamento a vinculação do cotista investidor ao gestor do fundo. Costuma-se encontrar no regulamento, capítulo específico sobre os prestadores de serviços, com descrição nominal do gestor do fundo.

---

<sup>155</sup> MELO, Celso Antônio Bandeira de. Grandes Temas de Direito Administrativo. São Paulo: Malheiros, 2009, p.270.

Definida a adesão e vinculando-se investidor cotista ao gestor da carteira, a solução de questões jurídicas de responsabilidade civil deverá ter em consideração os elementos da responsabilidade contratual, cuja fonte obrigacional são as disposições contidas no regulamento do fundo de investimento.

No entanto, haverá casos nos quais os investidores atingidos serão terceiros em relação ao gestor e, como explicado anteriormente, poderão ser considerados consumidores por equiparação. Apenas para exemplificar a possibilidade de responsabilidade extracontratual, há fundos de investimento em ações que aplicam em cotas de outros fundos de investimento em ações. Os cotistas que investem no primeiro fundo não têm relação contratual com os gestores do segundo fundo. Se por acaso, coincidente o gestor, a relação contratual é estabelecida quanto ao fundo em relação ao qual houve adesão ao regulamento. Em circunstâncias assim, os prejuízos suportados seriam ressarcidos, se caso fosse, com fundamento na responsabilidade civil extracontratual.

Ademais, não é possível prever todas as hipóteses de responsabilidade civil extracontratual, mas pode-se afirmar a possibilidade de que os gestores venham a responder por eventual dano decorrente de relação extracontratual. Importa, então, assentar as balizas que devem ser utilizadas para avaliar a ocorrência de eventual responsabilização extracontratual dos gestores dos fundos de investimento em ações.

Outro dado a ser considerado é a dificuldade em se estabelecer, no caso concreto, *“a linha divisória, perfeitamente nítida, quanto a determinadas situações, pois elas envolvem aspectos de natureza contratual e extracontratual, simultaneamente”*.<sup>156</sup>

Em resumo, *“as ofensas podem ser a direitos, pretensões e ações que nasceram de negócios jurídicos, ou a direitos, pretensão e ações que não dependem de existir entre o ofendido e o ofensor relação jurídica negocial”*.<sup>157</sup>

A análise da responsabilidade civil dos gestores dos fundos de investimento em ações será realizada, portanto, consideradas as duas possibilidades acima mencionadas. Por isso, passa-se à exposição das nuances caracterizadoras de uma

---

<sup>156</sup> GOMES, Orlando. Responsabilidade Civil no Direito Brasileiro. Rio de Janeiro: Forense, 1997, p.12.

<sup>157</sup> MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado, Tomo XXVI. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1971, p.24.

e de outra responsabilidade, considerado a existência ou não de relação jurídica contratual que vincule os gestores dos fundos de investimento àquele que alegue o dano. Desde já, advirta-se que o ponto central da responsabilidade dos gestores reside na análise do elemento subjetivo da conduta, a ser realizada um pouco mais adiante.

### **3.1 A adoção legal da responsabilidade subjetiva em relação aos prestadores de serviços dos fundos de investimento**

Está demonstrado que a função estatal de dizer o Direito gera reflexos diretos na vida das pessoas, pois as decisões tomadas no cotidiano social são, em certa medida, condicionadas pelas consequências jurídicas dos comportamentos escolhidos.

As decisões das instituições estatais encarregadas de dizer o Direito explicitam o alcance das normas jurídicas para os casos assemelhados; elas definem, ao final, quais as regras do jogo, elemento essencial para a dinâmica da vida social, especialmente no campo econômico. Nessa linha de ideias, a teoria institucional ressalta a importância das instituições estabelecidas para a dinâmica econômica da sociedade. Conforme essa teoria, as instituições (“*as regras do jogo*”) orientam o comportamento economicamente desejável dos indivíduos<sup>158</sup>.

Quanto mais sólido o conjunto de instituições de uma sociedade, maior a possibilidade de desenvolvimento econômico, pois a previsibilidade das consequências de tomadas de decisões aumenta a disposição de alocação adequada de investimentos. Segundo a mencionada teoria:

*“um país com instituições eficientes deve ser capaz de alcançar um crescimento econômico mais facilmente do que um país com instituições ineficientes. Um grande número de estudos tem analisado os efeitos das instituições (políticas, econômicas*

---

<sup>158</sup> “A teoria institucional afirma que são as instituições, ou seja, as regras do jogo, o elemento essencial de uma sociedade, pois orientam os indivíduos para um comportamento economicamente desejável”. PORTO, Antônio Maristela; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.30.

*ou jurídicas) sobre o crescimento econômico. Um dos colaboradores mais destacados é Douglas North, prêmio Nobel de economia. North enfatiza a incerteza como um fator negativo na vida dos indivíduos e aponta para o papel das instituições na redução dessa sensação”.*<sup>159</sup>

A aplicação das disposições legais e a própria elaboração das leis incluem-se na perspectiva de previsibilidade esperada das instituições para tomada de decisões dos agentes econômicos. Nessa linha de raciocínio, pode-se afirmar que as consequências decorrentes da validade e da aplicação da norma jurídica importam para as tomadas de decisões das pessoas. Excepcionadas as hipóteses de inconstitucionalidade, as escolhas do legislador conformam os comportamentos sociais.

A abordagem sobre os reflexos das normas jurídicas na economia foi bem realizada por Richard Posner. Dentre outros, colhe-se um exemplo interessante sobre a alocação eficiente de recursos com base em definições jurídicas.

No exemplo sugerido por Posner, há a suposição de eliminação do direito de propriedade. Nesse contexto, uma fazenda promove a produção de milho, mas a colheita é realizada por um vizinho, sem que o produtor tenha mecanismos legais para reaver o prejuízo.

Conforme a lição doutrinária, após alguns incidentes desse tipo, o cultivo da terra será abandonado, com mudança da sociedade para *“métodos de subsistência (como a caça) que envolvem menos investimento preparatório. Como este exemplo sugere, a proteção legal dos direitos de propriedade tem a importante função econômica de criar incentivos para o uso eficiente dos recursos”*.<sup>160</sup>

---

<sup>159</sup> PORTO, Antônio Maristela; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.30.

<sup>160</sup> POSNER, Richard. Economic Analysis of Law. Boston e Toroton: 1977. Little, Brown and Company, 2ª edição. p. 27 e 28.

” Economists distinguish between static and dynamic analysis. Static analysis supresses the time dimension of economic activity: all adjustments to change are assumed to occur instantaneously. The assumption is unrealistic, but often fruitful; the attentive reader of Chppter 1 will will not be disturbed by a lack of realism in assumptions.

Dynamic analysis, in which the assumption of instantaneous adjustment to change is relaxed, is usually considered more complex and advanced than static analysis.

A lição é útil para o tratamento do tema em discussão, pois o respeito ao modelo de responsabilidade civil estabelecido legalmente para os gestores contribui para melhor desenvolvimento do mercado dos fundos de investimento em ações e maior adesão a esses produtos, estimulando essa atividade econômica específica. Contribui, ao final, para diminuir os custos de transação de todos os interessados nessa decisão e possibilita alocação mais eficiente de recursos nos fundos de investimento, com consciência dos riscos, direitos e deveres. Desse modo, aumenta a previsibilidade de empreendedores e investidores.

Na solução de problemas relacionados a danos ocasionados por instituições do mercado financeiro, verifica-se, tradicionalmente, uma jurisprudência consolidada quanto à responsabilização civil objetiva por danos causados em decorrência, por exemplo, da negativação indevida do nome da pessoa em cadastro de restrição de crédito. Sem divergência significativa, acolhe-se, a teoria do risco para justificar a escolha desse tipo de responsabilização.

Como paradigma de aplicação dessa teoria, não se questiona a culpa, nos casos de negativação indevida do nome de pessoa em cadastro de restrição ao crédito, como o Serasa e o SPC. Ao celebrar inúmeros negócios contratuais que preveem a negativação do nome do devedor em caso de descumprimento, a instituição financeira assume o risco de, em razão da sua atividade, negativar indevidamente o nome de alguém. Nessa situação, há uma relação de causa e efeito entre o risco criado pelo exercício da atividade e o dano em potencial (há hipótese de negativação indevida – dano- em razão do volume e da dinâmica do descumprimento dos contratos bancários), sendo razoável a aplicação da responsabilidade civil objetiva com base na teoria do risco.

É verdade que a realidade impõe a revisão dos tradicionais elementos da responsabilidade civil subjetiva, pois o aumento das possibilidades de danos ocasionados pelas transformações das atividades econômicas impõe a descoberta

---

It is therefore interesting that the economic basis of property rights have been abolished. Imagine a society in which all property rights have been abolished. A farmer plants corn, fertilizes it, and erects scarecrows, but when the corn is ripe his neighbor reaps and sells it. The farmer has no legal remedy against his neighbor's conduct since he owns neither the land that he sowed nor the crop. After a few such incidents the cultivation of land will be abandoned and the society will shift to methods of subsistence (such as hunting) that involve less preparatory investment. As this example suggests, the legal protection of property rights has the important economic function of creating incentives to use resources efficiently" (tradução livre)

*“para o suporte de um novo edifício da obrigação de reparar, alheio ao de culpa milenária, subjetiva”*.<sup>161</sup> Nesse cenário, há de se reconhecer o valor da reflexão, segundo a qual a ampliação *“desmensurada das novas práticas tecnológicas, (...) tudo que implicasse (...) em constantes melhorias das condições de vida (..), veio arrastando consigo, como contrapartida, uma alarmante multiplicação de riscos”*<sup>162</sup>. Mostra-se, então, adequado o raciocínio jurídico geralmente aplicado para se afirmar a objetivação da responsabilidade.

Ocorre que a adoção desse modelo de responsabilização objetiva para eventual dano decorrente de conduta dos prestadores de serviços dos fundos é juridicamente inadequada, pois há diferentes graus de risco de investimento (baixo, médio e alto), sendo real - e até natural - a possibilidade de perda financeira em determinados períodos.

Os riscos aqui são admitidos e tolerados pelo ordenamento jurídico. Em alguns casos, como nos fundos de ações, a incerteza é inerente ao próprio investimento escolhido. Portanto, não há criação de risco em decorrência da atividade exercida, pois o risco de perda decorre da natureza do investimento escolhido pelo investidor, ou seja, da própria natureza das coisas. E a perda, nesse caso, é autorizada pelo Direito.

Com a edição da lei 13874/19, foram promovidas modificações no Código Civil referentes à configuração jurídica dos fundos de investimento e à limitação da responsabilidade civil dos prestadores de serviços dos fundos de investimentos (art. 1368-D, II do Código Civil) e do próprio investidor (art. 1368-D, I do Código Civil).

Em relação à responsabilização dos prestadores de serviços dos fundos de investimento, o art. 1368-E do Código Civil prevê a necessidade de comprovação do dolo ou má-fé. Dispõe-se que os prestadores de serviço não respondem pelas obrigações legais e contratuais assumidas pelos fundos de investimentos, mas são responsáveis pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé: *“os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por*

---

<sup>161</sup> SILVA, Wilson Melo da. Responsabilidade civil sem culpa. São Paul: Saraiva, 2ª edição. 1974, p.165.

<sup>162</sup> Ibidem, p.165.

*essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé*.<sup>163</sup> Reitere-se: a questão é apenas aparente - e enganosamente – simples.

É juridicamente admissível a compreensão de que a exigência de dolo ou má-fé relaciona-se apenas aos prejuízos decorrentes das obrigações legais e contratuais assumidas pelo fundo em relação a terceiros, excluídas as relações jurídicas entre cotistas e gestores.

No presente trabalho, contudo, defende-se a exigência de dolo ou má-fé para responsabilização dos prestadores de serviços pelos prejuízos que causarem, não somente, mas inclusivamente, em decorrência das obrigações mencionadas no início do art. 1368-E do Código Civil.

Importa registrar que, em caso de aplicação da tese da possibilidade de responsabilização por culpa *stricto sensu*, as explicações sobre as condutas imprudentes, negligentes e imperitas anteriormente expostas, aplicam-se por inteiro.

Ademais disso, por um ou por outro entendimento, não há se falar em responsabilidade objetiva. A advertência é oportuna porque a hipótese se contrapõe à notada “*ampliação de casos de objetivação da imputação da responsabilidade*” verificada no correr do século XX e recrudescida no século XXI.<sup>164</sup>

Pela compreensão aqui defendida, seja na contratual, quando se tem um vínculo relacional direto entre o cotista e o gestor do fundo, seja na extracontratual, a responsabilidade dos gestores dos fundos de investimento por desempenho negativo das aplicações está atrelada ao disposto no art. 1388-E do Código Civil, que exige dolo ou má-fé para a respectiva responsabilização. A definição de um critério objetivo e previsível contribui para o desenvolvimento da atividade dos fundos de investimento em ações, aumenta o acesso do consumidor a esses investimentos e confere clareza o investidor sobre a responsabilidade civil,

---

<sup>163</sup> Art. 1368-E do Código Civil - Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.

<sup>164</sup> HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. Tendências Atuais da Responsabilidade Civil: Marcos Teóricos Para o Direito do Século XXI. In DINIZ, Maria Helena. LISBOA, Roberto Senise. O Direito Civil no Século XXI. São Paulo: Saraiva, 2003, p.228.

especialmente no caso de desempenho financeiro negativo do investimento cujo risco lhe é inerente.

O artigo de lei em análise revela que a responsabilização deve ocorrer apenas nos casos de dolo ou má-fé, exigindo-se a identificação de um desses elementos subjetivos na conduta causadora do dano. Dito de outro modo: não se aplica a responsabilidade objetiva e afastou-se a responsabilidade por culpa, considerado o seu sentido estrito. Daí se afirmar haver uma mitigação da responsabilidade dos prestadores de serviços, sendo necessário o dolo comprovado *“elidindo-se a regra aplicável às atividades profissionais em geral, segundo a qual o comportamento antijurídico resulta em responsabilidade por danos causados indistintamente por dolo ou culpa”*<sup>165</sup>.

O parágrafo único do art. 18 da Resolução 175 CVM, que como registrado no início deste trabalho, tem início de vigência previsto 2 de para outubro de 2023, também contém clara disposição sobre a exigência de dolo ou má-fé para responsabilização dos prestadores de serviços dos fundos de investimento, dentre eles, os gestores: *“caso o regulamento não limite a responsabilidade do cotista, os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo, sem prejuízo da responsabilidade do prestador de serviço pelos prejuízos que causar quando proceder com dolo ou má-fé”*<sup>166</sup>.

Não é estranha ao ordenamento jurídico a previsão de responsabilidade civil subjetiva exclusivamente quando identificado o dolo. Nos contratos benéficos (art. 392 do Código Civil), apenas por dolo responde o contratante a quem o contrato não favoreça. A escolha *“está a indicar que (...) a parte que beneficiou a outra, (...), só é considerada inadimplente quando não cumpre a prestação intencionalmente (seja por dolo direto ou por dolo eventual), e não por mera negligência”*.<sup>167</sup>

Na recente alteração da lei de improbidade administrativa promovida pela Lei 14230/2021, revogou-se a modalidade culposa do ato e passou-se a exigir o dolo para todas as hipóteses de ilícitos previstas na lei. O Supremo Tribunal Federal

---

<sup>165</sup> ROSENVALD, Nelson; BRAGA NETTO, Felipe. Código Civil Comentado artigo por artigo. Salvador: Editora Juspodium, 2021, págs. 1450-1451.

<sup>166</sup> Art. 18 da Resolução 175 CVM – início de vigência prevista para 2 de outubro de 2023.

<sup>167</sup> MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao novo Código civil, volume V, Tomo II. Rio de Janeiro: 2003, p.196.

afirmou a necessidade de comprovação de responsabilidade subjetiva para tipificação dos atos de improbidade administrativa, com exigência, em todas as hipóteses, do dolo.<sup>168</sup> Pontue-se que o ato de improbidade tem natureza civil, apesar de qualificado pela prática de corrupção. Como ressaltado pelo Supremo Tribunal Federal, a Lei 14230/2021 não modificou a natureza civil dos atos de improbidade. O exemplo, por isso, é válido para demonstrar a possibilidade jurídica de responsabilização por ato civil exclusivamente doloso.

Em situações específicas, portanto, é possível que o legislador afaste responsabilização subjetiva por conduta culpa *stricto sensu*. É o que ocorre quando se verificam prejuízos causados por prestadores de serviços dos fundos de investimento, incluído aí os seus gestores.

### **3.2 Especificidades da responsabilização civil dos gestores dos fundos de investimento em ações: o comportamento em desconformidade com a lei, com o regulamento ou com as informações disponibilizadas ao consumidor como revelador de dolo**

A principal consequência jurídica da adoção da responsabilidade civil subjetiva relaciona-se à questão probatória do elemento subjetivo da conduta. Isso porque *“no sistema da culpa, sem ela, real ou artificialmente criada, não há responsabilidade; no sistema objetivo, responde-se sem culpa, ou melhor, esta indagação não tem lugar. (..) a variação dos sistemas de responsabilidade civil se prende precipuamente à questão da prova. Mais precisamente, ao problema da distribuição do ônus probatório”*.<sup>169</sup>

Nesse contexto, a doutrina chama a atenção para a necessidade de se enfrentar a dificuldade probatória nos casos de responsabilidade civil subjetiva: *“(…) atente-se para a provável injustiça daí advinda: atribuir à vítima o ônus de provar,*

---

<sup>168</sup> ARE 843989 / PR, Recurso Extraordinário com Agravo; Relator: Ministro Alexandre de Moraes; publicação 12/12/2022; Órgão Julgador: Tribunal Pleno.

<sup>169</sup> DIAS, José de Aguiar. Da Responsabilidade Civil, TOMO I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 97 e 98.

*em muitos casos, significa, verdadeiramente, ainda que por via oblíqua, despojá-la de qualquer direito*".<sup>170</sup>

Nos processos judiciais de relação de consumo é comum a inversão do ônus da prova com fundamento no inciso VIII, do art. 6º do Código de Defesa do Consumidor que prevê, como direito dos consumidores, "*a facilitação da defesa de seus direitos, inclusive com a inversão do ônus da prova, a seu favor, no processo civil, quando, a critério do juiz, for verossímil a alegação ou quando for ele hipossuficiente, segundo as regras ordinárias de experiências*".

A responsabilidade civil dos gestores é subjetiva e exige-se dolo ou má-fé. A princípio, há de se provar o dolo ou a má-fé, sem inversão do ônus da prova. Todavia, a inversão do ônus da prova não pode (e não deve) ser descartada de forma absoluta sob pena de inviabilizar eventual ressarcimento por prejuízo causado por conduta dos fundos de investimento. Em determinadas situações, a inviabilização à inversão do ônus prova pode levar à impossibilidade de realização de eventual direito ao recebimento de indenização, o que não se mostra coerente com a sistemática da responsabilidade civil.

Ainda que não se inverta o ônus processual com fundamento no Código de Defesa do Consumidor, ao se verificar a eventual impossibilidade ou excessiva dificuldade do autor se desobrigar do ônus probatório, haverá a possibilidade de distribuição dinâmica desse ônus pelo magistrado, conforme autorizado pelo art.373, § 1º, do Código de Processo Civil.<sup>171</sup> Daí a enorme importância do arquivo de documentos que fundamentem as escolhas dos gestores, como relatórios fundamentados que justifiquem escolhas de investimentos ou decisões com observação nas informações de *compliance*. Somadas ao conjunto de outros elementos probatórios, esses dados irão revelar a ocorrência ou não do dolo.

Relevante ressaltar que a tormentosa questão do ônus probatório não inviabiliza o direito de quem eventualmente tenha contra si um dano causado por

---

<sup>170</sup> HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. Tendências Atuais da Responsabilidade Civil: Marcos Teóricos Para o Direito do Século XXI. In DINIZ, Maria Helena. LISBOA, Roberto Senise. O Direito Civil no Século XXI. São Paulo: Saraiva, 2003, p.217.

<sup>171</sup> Art. 373, § 1º do Código de Processo Civil. 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.

conduta dolosa ou ato de má-fé de gestor de fundo de investimento. Não é o que se tem no art. 1368-E do Código Civil, nem o que se pretende expor com o presente trabalho.

Concluir pela aplicação do modelo de responsabilidade civil subjetiva aos gestores, nos casos, por exemplo, de desempenho financeiro negativo dos fundos de investimento em ações, não significa optar por um caminho que exclua a responsabilidade civil. Ela há de existir, quando verificados alguns pressupostos e provados alguns fatos. O juiz, ensina Ronaldo Souza Borges, não decide “*sem prova ou contra a prova produzida. O objeto do juízo valorativo é sempre a prova. A formação da convicção judicial, na livre valoração, está condicionada às provas realizadas no processo – com observância do contraditório*”.<sup>172</sup>

A lei não especificou, como em geral não especifica, os comportamentos que seriam dolosos ou de má-fé. Para a finalidade de raciocínio, o Código Penal não menciona quais os comportamentos seriam característicos do dolo no crime de homicídio. São as circunstâncias externas e a observação das atitudes humanas que irão revelar ter agido o autor do crime com dolo ou não. O dolo é elemento subjetivo da conduta, interno à consciência do agente. Se uma pessoa dispara uma arma de fogo em região letal de outra, está caracterizada vontade dirigida à morte de alguém. Nas outras hipóteses em que a lei faz menção a dolo, é, igualmente necessária, a análise das circunstâncias para definição da ocorrência desse elemento subjetivo da conduta.

O evento danoso, considerado o resultado econômico negativo do fundo, não é indício suficiente para se afirmar a conduta dolosa ou de má-fé do gestor. Esse resultado é tolerado pelo Direito, pois da essência do risco do investimento permitido e regulado pelo ordenamento jurídico. Não se discute a irresponsabilidade dos gestores pelo desempenho negativo, se observadas as disposições legais e regulamentares na escolha dos ativos para investimento. Desde que as aplicações financeiras tenham sido realizadas de acordo com as prescrições contidas na lei e no regulamento do fundo, não haveria mesmo razões jurídicas para imputar ao prestador de serviço responsável pela referida aplicação, o dever de reparar eventual prejuízo financeiro com base no sistema de responsabilização civil objetiva.

---

<sup>172</sup> BORGES, Ronaldo Souza. A prova pela presunção na formação do convencimento judicial. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016, p.155.

É preciso reconhecer que o resultado negativo, por si só, não será indicativo da ocorrência nem do dolo, nem da responsabilidade civil. Não se aplica a denominada teoria do risco, amplamente utilizada para justificar a responsabilização objetiva. Ineficaz, nessa situação, a fundamentação, válida para outras hipóteses de ocorrência de dano, segundo a qual deve-se retirar, *“do ponto de vista legislativo e interpretativo, (...) da esfera de meramente individual e subjetiva o dever de repartição dos riscos da atividade econômica e da autonomia privada, cada vez mais exacerbados na era da tecnologia. Impõem, como linha de tendência, o caminho da intensificação dos critérios objetivos de reparação e do desenvolvimento de novos mecanismos de seguro social”*.<sup>173</sup>

A investigação do elemento subjetivo do tipo exige a compreensão de ser improvável o êxito da verificação de violação do dever em razão da análise de uma conduta isolada. É da natureza da atividade econômica da gestão dos fundos de investimento em ação a complexidade, o entrelaçamento de atividades e acontecimentos jurídicos e econômicos. Nessa rede, *“muitas vezes a própria atitude do réu supostamente culpado apresenta um aspecto complexo”*.<sup>174</sup> Várias são as possibilidades do atuar com dolo e, por vezes, difícil a sua comprovação.

Nessas circunstâncias, investigar a ocorrência de dolo ou má-fé sob a perspectiva do resultado financeiro negativo, inerente a esse tipo de investimento, é insuficiente e inócuo. O resultado financeiro pode ser um dano juridicamente qualificável para a responsabilização civil ou pode ser decorrente da própria dinâmica do negócio, como prejuízo tolerável pelo ordenamento jurídico.

No item 2.4, foi exposta a definição de dolo com fundamento nas teorias da representação e da vontade. Acolheu-se como definição de dolo, a vontade consciente de violar direito. A identificação do dolo nos casos de responsabilidade civil é bem delimitada por Fernando Pessoa Jorge:

---

<sup>173</sup> TEPEDINO, Gustavo. Temas de Direito Civil. A evolução da Responsabilidade Civil no Direito Brasileiro e suas Controvérsias na Atividade Estatal. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 194.

<sup>174</sup> SAVATIER, René. Traité de la Responsabilité Civile en Droit Français. Tome I. Librairie Générale De Droit Et De Jurisprudence, 1951, p.211. *“La violation du devoir, et le dommage, résultent non d’une activité ou d’une abstention isolé, survenue à un instant déterminé, mais d’un réseau enchevêtré d’activités et d’abstentions humaines, mêlées à des événements naturels. Dans ce réseau, l’attitude du défendeur prétendu en faute présente souvent elle-même un aspect complexe”*. (tradução livre).

[para que o dolo] surja, basta o conhecimento de que a conduta projetada envolve omissão de outra devida (...). se o devedor não cumpre, com a consciência de faltar ao seu dever, mas na convicção de não advirem para o credor quaisquer prejuízos, que afinal se produzem, é responsável por não cumprimento doloso. Essa regra só cede quando a lei exija, na qualificação do dolo, quer a consciência do prejuízo, quer a intenção de prejudicar. Fora destes casos, portanto, haverá dolo na medida em que o agente quer o acto que pratica (ou a omissão que matém), com consciência.<sup>175</sup>

Assim, para avaliação do dolo, entrelaçam-se o regulamento do fundo, a adequada e transparente informação ao cliente consumidor sobre os riscos dos investimentos e as justificativas económicas de escolha dos ativos que integram o fundo de investimento. Essas circunstâncias são decisivas para a comprovação do dolo. Não há dúvida de não serem as únicas. Outros dados circunstanciais haverão de ser levados em conta, como tomadas de decisão para falsa melhora irreal da rentabilidade do fundo. Importará, contudo, como fator essencial da eventual responsabilização dos gestores, o elemento subjetivo da conduta direcionada à escolha dos investimentos, em conformidade ou desconformidade com o regulamento.

Como ressalta Caio Mário, *“se a prova da intenção implica a vontade de causar o prejuízo, o que realmente é difícil de se conseguir, a verificação da consciência do resultado pode ser averiguada na determinação de elementos externos que envolvam a conduta do agente”*.<sup>176</sup> O raciocínio é perfeitamente aplicável no caso do qual se cuida. A conduta revela-se por um elemento externo, suscetível à percepção externa, como por exemplo, enxerga-se alguém dirigir um automóvel e chocá-lo contra um muro. A conduta de dirigir um automóvel e chocá-lo contra um muro é perceptível à observação humana. A intenção de quem dirigia o automóvel não é imediatamente perceptível pela observação externa. É necessário que se utilize de elementos exteriores da conduta e das circunstâncias nas quais praticada para se identificar o elemento subjetivo do agente.

---

<sup>175</sup> JORGE, Fernando Pessoa. Ensaios sobre os pressupostos da responsabilidade civil. Coimbra: Almedina, 1999, p.326.

<sup>176</sup> PEREIRA, Caio Mário. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p.89-90.

Propõe-se a análise do comportamento tendo-se como parâmetros objetivos as disposições contidas em regulamento e as informações disponibilizadas ao cliente consumidor no momento do investimento no fundo. Essas as balizas a serem observadas para aquilatar o elemento subjetivo da conduta, para se questionar o prejuízo como dano intolerado pelo ordenamento jurídico.

A afirmação do dolo demanda a verificação de ação em desconformidade com o regulamento e/ou com as informações disponibilizadas ao cliente consumidor. Quanto à má-fé, um pouco mais adiante, serão formuladas considerações a indicar as nuances de sua ocorrência, estabelecendo-se as diferenças com o dolo, que se afirmar existir no caso previsto no art.1368-E do Código Civil.

Nessa linha de compreensão, a investigação do elemento subjetivo da conduta deve ser direcionada, sobretudo, para a análise da escolha de ativos financeiros para investimento em desconformidade com a lei, com o regulamento do fundo ou com as informações disponibilizadas ao adquirente de cotas no da adesão.

No Código Civil, há referência sobre o regulamento dos fundos de investimento. No § 3º do Art. 1368-C, dispõe-se que “*o registro dos regulamentos dos fundos de investimento na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros*”.<sup>177</sup> O regulamento, estabelece um conjunto de regras atinentes ao funcionamento do fundo, tendo-se expressa previsão normativa de ser o “*fundo regido pelo regulamento*”.<sup>178</sup>

É possível prever no regulamento “*a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas; a limitação da responsabilidade – e 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; e classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe*”.<sup>179</sup>No art. 44 da Instrução, estão dispostos os elementos que, obrigatoriamente, devem constar do regulamento do fundo de investimento. Conforme o mencionado dispositivo, o regulamento do fundo deve, obrigatoriamente, dispor sobre: I – a qualificação do

---

<sup>177</sup> Art.1368-C, § 3º do Código Civil.

<sup>178</sup> Art. 44 da Instrução CVM 555;2014.

<sup>179</sup> Art. 1368-D do Código Civil.

administrador do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM; II – quando for o caso, referência à qualificação do gestor da carteira do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM; III – qualificação do custodiante, com informação sobre o seu registro perante a CVM; IV – espécie do fundo, se aberto ou fechado; V – prazo de duração, se determinado ou indeterminado; VI – política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo, em conformidade com o disposto no art. 108; VII – taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias); VIII – taxa de performance, de ingresso e de saída, observado o disposto nos arts. 86 e seguintes; IX – taxa máxima de custódia, expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo; X – demais despesas do fundo, em conformidade com o disposto no art. 132; XI – condições para a aplicação e o resgate de cotas, inclusive quanto ao disposto no art. 16, § 1º; XII – condições para recebimento de aplicações e pedidos de resgates nos feriados estaduais e municipais; XIII – distribuição de resultados compreendendo os prazos e condições de pagamento; XIV – público alvo; XV – intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso; XVI – exercício social do fundo; XVII – identificação dos fatores de risco do fundo; e XVIII – a forma de comunicação que será utilizada pelo administrador, em conformidade com o disposto no art. 10”.<sup>180</sup>

Depreende-se que os regulamentos dos fundos de investimento abordam, dentre outras, questões como política de investimentos, fatores de risco, possibilidade ou não de investimentos no exterior, informações decisivas para a aceitação de participação no condomínio representativo da comunhão de recursos. Considerada a evidente influência das características do regulamento, as quais indicam qual a estratégia de investimento do fundo, há uma preocupação normativa na coibição do descumprimento das regras do regulamento.

A escolha de ativos está atrelada ao que disposto no regulamento do fundo de investimento específico. Em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e na Instrução 555 CVM, o administrador e o gestor do fundo de investimento podem ser responsabilizados (art.15 da Instrução CVM 555).

---

<sup>180</sup> Art. 44 da Instrução CVM 555/2014.

No mesmo sentido, o art. 79, § 2º, da mesma instrução dispõe que “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”.

A menção à inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento, como causa justificadora de eventual responsabilização, confirma a tese que ora se defende para consideração de atividade contrária ao regulamento como indicativa de dolo na conduta.

Outro aspecto a ser observado para a avaliação da caracterização do dolo é o comportamento contrário à informação disponibilizada ao investidor. Deve-se cuidar de informação verdadeira e transparente, que reflita exatamente a política de investimento do fundo, e possibilite ao investidor a real noção sobre a aplicação do dinheiro disponibilizado para o fundo. O descompasso entre essas informações e o agir do gestor dos fundos de investimento é elemento de relevo para apuração do dolo. Para completa compreensão do tema, passa-se ao tratamento do direito e do dever à informação.

### **3.3 Assimetria informacional - o direito de ser (bem) informado e o dever de (bem) informar**

Considerada a manifesta assimetria informacional característica dos fundos de investimento em ações, exige-se a disponibilização de informações bem elaboradas e transparentes, com observância de características previamente estabelecidas em lei e na instrução CVM 555. Essas características serão pormenorizadamente analisadas, de forma a demonstrar a vinculação da estratégia do gestor às informações disponibilizadas ao consumidor investidor. Antes, porém, do tratamento específico do tema, importam algumas rápidas considerações sobre a forma de vinculação jurídica entre o consumidor investidor ao fundo de investimento.

À adesão ao regulamento do fundo, aplicam-se as diretrizes jurídicas que conformam os contratos de adesão. O Código de Defesa do Consumidor trata especificamente dos contratos de adesão, definido “*como aquele cujas cláusulas tenham sido aprovadas pela autoridade competente ou estabelecidas unilateralmente pelo fornecedor de produtos ou serviços, sem que o consumidor possa discutir ou modificar substancialmente seu conteúdo*”. Amplamente utilizado no cotidiano comercial, os contratos de adesão têm ampla aplicação nos negócios bancários.

Ao contrário do que ocorre com os denominados contratos paritários, nos quais “*as partes discutem livremente as condições*”<sup>181</sup>, os contratos de adesão não permitem essa negociação, considerada a estipulação prévia por uma das partes. “*O outro adere ao modelo de contrato previamente confeccionado, não podendo modificá-las: aceita-as ou rejeita-as, de forma pura e simples, e em bloco, afastada qualquer alternativa de discussão*”<sup>182</sup>.

Nesse tipo de contrato, as partes não tratam previamente das cláusulas contratuais, reservando-se ao proponente fornecedor de produtos ou serviços, a prévia confecção do instrumento negocial, o qual deve respeitar as normas jurídicas relativas ao objeto do negócio e ao Direito do Consumidor. Podem ser citados como exemplos de contrato de adesão do cotidiano, os de cartões de crédito, de seguro, serviços de streaming etc.

O fato de se tratar de adesão a regulamento sem a participação do consumidor na elaboração das regras, acrescido à facilidade de acesso aos investimentos de alto risco, aumenta a necessidade de melhor e transparente informação ao consumidor. Em grande número de vezes, o investidor é atraído por uma informação destacada de rendimentos passados, não garantidores de desempenho financeiro futuro. Esse dado da realidade também incrementa a relevância de uma informação sobre os dados do produto financeiro oferecido. É um dever do fornecedor dos produtos de investimentos.

Em relação à adequada informação aos que pretendem o aporte de recursos nos fundos de investimento, aplica-se o disposto no Código de Defesa do

---

<sup>181</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito civil brasileiro: volume III: contratos e atos unilaterais. Saraiva: 2008, p.75.

<sup>182</sup> Ibidem, p.75.

Consumidor. No inciso III, do art. 6º do Código de Defesa do Consumidor, reconhece-se como direito básico do Consumidor, a adequada informação *“sobre os diferentes produtos e serviços, com especificação correta de quantidade, características, composição, qualidade, tributos incidentes e preço, bem como sobre os riscos que apresentem”*.

O dever informacional não decorre apenas do Código de Defesa do Consumidor. Para além das normas consumeristas, tem-se previsão regulamentar na Instrução Normativa 555, da Comissão de Valores Mobiliários. Há um capítulo da referida instrução dedicado aos documentos e informações do fundo. No ponto, tem-se verdadeiro diálogo com o Código de Defesa do Consumidor, a reclamar uma visão sistemática do problema relacionado à correta informação ao pretendente investidor do fundo de investimento. Trata-se de ponto juridicamente expressivo da prática comercial de oferta dos fundos de investimento.

Os destinatários não são apenas os cotistas, pois há determinação de não limitação da divulgação, de modo a garantir maior transparência nas informações a terceiros que não participem do fundo. Os fundos não são unidades isolados do sistema econômico e social, e considerados o dinamismo da atividade e os valores financeiros movimentados, devem disponibilizar informações a terceiros não participantes. Sem margem à dúvida quanto à necessidade de aviso das características do produto posto à disposição do mercado, o art. 40 prevê a obrigação de divulgação de informações sobre o fundo de forma abrangente, equitativa: Tal como se dispõe no referido dispositivo, *“a divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, inclusive, mas não limitadamente”*.

No mesmo art. 40, tem-se previsão sobre os meios de divulgação do material, a ser disponibilizado *“nos canais eletrônicos e nas páginas na rede mundial de computadores do administrador, do distribuidor, enquanto a distribuição estiver em curso, e da entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação”*.

Na linha de divulgação das informações necessárias a quem pretende investir nos fundos de investimento, exige-se que o material de divulgação contenha os seguintes elementos: I – regulamento atualizado; II – lâmina de informações

essenciais atualizada, se houver; III – demonstração de desempenho, nos termos do Anexo 56; IV – política de voto; e V – descrição da tributação aplicável.

As informações disponibilizadas pelos fundos de investimento devem ser “*verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisas; e úteis à avaliação do investimento*”<sup>183</sup>. Com fundamento nessa disposição normativa, identificam-se as seguintes características das informações a serem disponibilizadas pelos fundos de investimento: a) veracidade – devem retratar com exatidão os dados relativos ao funcionamento do fundo, tais como as características financeiras, o desempenho passado e a carteira de ativos que o compõe; b) completude - devem ser suficientemente abrangentes para compreensão das atividades e da política de investimentos do fundo; c) consistência – assemelha-se à veracidade e significa que os dados devem ser íntegros, confiáveis; d) vedação de indução do investidor a erro, ou seja, o material deve revelar a boa-fé objetiva na disponibilização das informações e não incluir dados que possam induzir a erro quem acesse a mensagem; e) escrita em linguagem simples (a mensagem precisa ser acessível ao investidor leigo); clareza (exposição dos dados com facilidade de compreensão); objetiva (as informações não podem revelar perspectivas subjetivas) e concisa (a mensagem deve resumir os dados essenciais para a análise das características dos fundos de investimento); f) utilidade – a mensagem deve conter informações regulamentares e econômicas úteis para tomada de decisão de, eventualmente, aportar recursos no fundo.

Acrescente-se que qualquer material de divulgação do fundo deve: I – ser consistente com o regulamento e com a lâmina, se houver; II – ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento; III – ser identificado como material de divulgação; IV – mencionar a existência da lâmina, se houver, e do regulamento, bem como os endereços na rede mundial de computadores nos quais tais documentos podem ser obtidos; V – ser apresentado em conjunto com a lâmina, se houver; VI – conter as informações do

---

<sup>183</sup> Art. 40, § 1º da Instrução CVM 555/2014.

item 12 da lâmina, se esta não for obrigatória; e VII – observar os §§ 1º, 2º, e 3º do art. 40”.<sup>184</sup>

Nesse quadro, evidente a necessidade de bem se informar sobre os riscos assumidos com o investimento em produto cuja possibilidade de perda é da sua própria essência. A transparência das informações, que deve perpassar todo o tempo de atividade do fundo, é requisito da própria validade do que pactuado no regulamento. Como ensina Cláudia Lima Marques, “o *princípio da transparência rege o momento pré-contratual e rege a eventual conclusão do contrato. (...) afeta a essência do negócio, pois a informação repassada ou requerida integra o conteúdo do contrato (...)*.”<sup>185</sup>

Para cumprimento do dever de transparência durante o período de atividade do fundo, devem ser disponibilizadas informações periódicas e eventuais. Nesse sentido, dispõe o art. 61 da Resolução CVM 175, com início de vigência previsto para 2 de outubro de 2023: “*As informações periódicas e eventuais do fundo devem ser divulgadas na página do fundo, do administrador ou do gestor, conforme previsto no regulamento, na rede mundial de computadores, em lugar de destaque e disponível para acesso gratuito do público em geral, assim como mantidas disponíveis para os cotistas*”.

Instrumento de informações sobre os fundos de investimento de ampla utilização é a lâmina de informações essenciais. Trata-se de documento com informações essenciais do fundo de investimento, com modelo de divulgação definido no anexo 42 da Instrução CVM 555. O administrador de fundo aberto que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados deve elaborar a lâmina de informações essenciais na forma do Anexo 42.<sup>186</sup> A formatação da lâmina é livre, desde que mantida a ordem das informações estabelecidas no modelo, o conteúdo do anexo não seja modificado e os logotipos e formatação não dificultem o entendimento das informações contidas na lâmina.<sup>187</sup>

---

<sup>184</sup> Art.49 da Instrução CVM 555/2014.

<sup>185</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIN, Antônio Herman; MIRAGEM, Bruno. Comentários ao Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, p.248.

<sup>186</sup> Art.42 da Instrução CVM 555/2014.

<sup>187</sup> Art.42 da Instrução CVM 555/2014.

O modelo de lâmina para divulgação de informações essenciais do anexo 42 prevê, dentre outros, um quadro contendo os elementos listados a seguir, os quais devem indicar as possibilidades de aplicação do dinheiro dos cotistas em determinadas espécies de investimentos:

“b) o fundo pode”:

Aplicar em ativos no exterior até o limite de	[% do Patrimônio líquido] ou [não]
Aplicar em crédito privado	[% do Patrimônio líquido] ou [não]
Utiliza derivativos apenas para proteção da carteira?	[Sim/Não]
Alavancar-se até o limite de	[% do Patrimônio líquido] ou [não]

As exigências contidas na Instrução CVM 555 e no Código de Defesa do Consumidor representam um mínimo informacional, ou seja, é necessário cumprir o que está previsto, pelo menos. O acesso à informação pode ser ampliado com a disponibilização de mais dados para possibilitar aos interessados em investimento uma leitura mais clara sobre as estratégias de investimentos dos fundos.

É facultado aos fundos a disponibilização de dados adicionais, em acréscimo às informações mínimas exigidas. As informações complementares devem ser acrescentadas ao final do documento; não podem dificultar o entendimento das informações contidas na lâmina; e devem ser consistentes com o conteúdo da própria lâmina e do regulamento.<sup>188</sup>

A exposição das características do fundo, com o detalhamento dos setores de exposição de risco, possibilita mais elementos informacionais em comparação à disponibilização genérica de composição da carteira de ativos. No caso de maior detalhamento, haverá informações como as seguintes (exemplificativamente):

Características da composição da carteira	Percentual alocado
---	--------------------

<sup>188</sup> Art. 42, IV da Instrução CVM 555.

Locação de Imóveis	10%
Incorporadoras	10%
Petróleo	10%
Utilities	20%
Agronegócio	20%
Financeiro/Bancário	30%
Número de empresas	16

De outra maneira, a disponibilização de informações mais genéricas, voltadas para o menor detalhamento da composição da carteira, ocorreria da seguinte maneira:

Composição da carteira	Percentual alocado
Ações	85% do patrimônio líquido
Derivativos	5% do patrimônio líquido
Títulos públicos federais	10% do patrimônio líquido

A informação ou publicidade, “*suficientemente precisa, veiculada por qualquer forma ou meio de comunicação com relação a produtos e serviços oferecidos ou apresentados, obriga o fornecedor que a fizer veicular ou dela se utilizar e integra o contrato que vier a ser celebrado*”.<sup>189</sup> Exige-se o zelo com os dados fáticos, técnicos e científicos que respaldam a mensagem. Nesse sentido, o parágrafo único do art. 36 do Código de Defesa do Consumidor.<sup>190</sup>

A providência de maior detalhamento, ao tempo em que melhora a qualidade da informação, confere ao fornecedor elemento probatório a ser eventualmente utilizado em caso de questionamento sobre a adequação da informação disponibilizada ao consumidor, consubstanciando-se, não há dúvida, em recomendável medida de cautela jurídica.

<sup>189</sup> Art. 30 do Código de Defesa do Consumidor

<sup>190</sup> Art. 36. A publicidade deve ser veiculada de tal forma que o consumidor, fácil e imediatamente, a identifique como tal. Parágrafo único. O fornecedor, na publicidade de seus produtos ou serviços, manterá, em seu poder, para informação dos legítimos interessados, os dados fáticos, técnicos e científicos que dão sustentação à mensagem.

Mais do que informar, é ônus do fornecedor do serviço comprovar que informou. É patente a vulnerabilidade do consumidor ante uma enorme variedade de investimentos que lhe são disponibilizados e demandam redobrado cuidado no dever dos fundos de investimento de prestar informação transparente por parte dos fornecedores de produtos e serviços. Nessa perspectiva, o direito à informação “*assegura igualdade material e formal (...) para o consumidor frente ao fornecedor porque o que caracteriza o consumidor é justamente o seu déficit informacional quanto ao produto e serviço*”.<sup>191</sup>

Sob o enfoque processual, o ônus da prova da veracidade e correção da informação ou comunicação publicitária cabe a quem os patrocina, conforme art. 38 do Código de Defesa do Consumidor. Para se desincumbir desse encargo, há de se demonstrar a adoção das providências legais para a correta divulgação da publicidade.

Em tempos de plataformas tecnológicas com múltiplas funcionalidades, são várias as possibilidades de se bem alertar o consumidor sobre os riscos do investimento escolhido. Esse dever mostra-se tanto mais significativo, quando se tem em conta a adesão do investidor às cláusulas do regulamento dos fundos de investimento em ações e a maior disponibilidade de informações por parte dos gestores dos fundos de investimento.

Medidas como atendimento por mensagem de texto ou vídeo, com os registros necessários do diálogo informativo, contribuem para um ambiente de maior transparência das informações, servem como prova de cumprimento das obrigações legais e devem ser tomadas pelos fornecedores, especialmente quando se trata de fornecimento de produtos financeiros de risco. A informação é “*uma conduta de boa-fé do fornecedor e como direito do consumidor (...) conduz a um dever (anexo de boa-fé) do fornecedor de produtos e serviços*”.<sup>192</sup>

No caso dos fundos de investimento, o investidor cotista adere a um regulamento por meio de um termo de adesão. Trata-se, na realidade, de um instrumento de adesão ampla e irrestrita aos termos do regulamento dos fundos de investimento. Por isso, deve-se evidenciar ao consumidor que a aceitação do termo

---

<sup>191</sup> MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIN, Antônio Herman; MIRAGEM, Bruno. Comentários ao Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010, p.248.

<sup>192</sup> Ibidem, p.249.

significa adesão a todos as disposições do regulamento, cuja disponibilidade há de ser garantida antes do aceite, com acesso amplo ao inteiro teor do seu conteúdo. Juridicamente, o fundo orienta-se pelas disposições legais e regulamentares aplicáveis, pelo regulamento, pelas informações disponibilizadas ao investidor e

Em hipóteses nas quais se discuta a responsabilidade civil dos gestores dos fundos de investimento em ações, há de se ter em consideração a qualidade da informação ao consumidor sobre os riscos do investimento de risco. A facilidade de acesso aos fundos pelos consumidores em geral impõe um dever de informação precisa sobre a possibilidade de desempenho negativo do investimento em determinados períodos.

Delineado esse quadro teórico-jurídico, não há dúvida sobre a possibilidade de se afirmar dolosa a conduta do gestor do fundo que contrarie a informação de estratégia de investimento disponibilizada ao consumidor investidor. Em especial porque a publicação de mensagem publicitária é promovida para o convencimento do investidor consumidor. Todo o cuidado normativo com a informação visa justamente evitar que o comportamento do gestor seja refratário às informações disponibilizadas ao consumidor investidor.

Trata-se de atividade econômica em que há forte assimetria informacional a favorecer o prestador de serviços, com muito mais conhecimento sobre a dinâmica de funcionamento do fundo disponibilizado para investimento. Todas essas considerações autorizam afirmar serem as informações prestadas ao consumidor decisivas para avaliar o dolo na conduta em que caso de eventual discussão de responsabilidade civil. A conduta contrária às informações disponibilizadas é elemento pode ser utilizada como elemento de prova da ação dolosa ensejadora de responsabilização.

### **3.4 A má-fé prevista no art. 1368-E do Código Civil**

Rememore-se o disposto no art. 1368-E do Código Civil: *‘os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles*

*assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé”.*

Lição basilar de hermenêutica assenta não haver palavras inúteis na lei. Para explicar o brocardo latino “*verba com effectu, sunt accipienda*” Maximiliano ensina não se presumir, “*na lei, palavras inúteis. Literalmente: devem-se compreender as palavras como tendo alguma eficácia*”.<sup>193</sup>

Ao se analisar o artigo destacado, verifica-se a menção ao procedimento com dolo ou má-fé de depreende-se não ter havido engano na inserção da expressão má-fé. Sobre o dolo, discorreu-se em tópico anterior quando da abordagem sobre a conduta como requisitos da responsabilidade civil. Enquanto a definição de dolo é precisa e amplamente estudada, a má-fé não apresenta unicidade conceitual. O dolo, já visto, é a vontade dirigida para violar o direito. É o querer deliberado de contrariar o regulamento, o contrato, por exemplo. Mais corriqueiro no cotidiano jurídico, a sua definição também é mais estudada e aprofundada que a má-fé, com a qual tem inegável afinidade.

A tarefa de distinção de dolo e má-fé não é simples porque os conceitos representam ideias intuitiva similares, que se aproximam quando mentalmente representadas. São, por vezes, usadas como sinônimas até pela técnica jurídica.<sup>194/195</sup> Se, acidentalmente, podem ser tomadas como idênticas em situações determinadas, não se concorda com esse posicionamento em relação ao artigo de lei analisado.

Atento a essas especificidades, o Superior Tribunal de Justiça assentou sobre a plurivocidade do significado de má-fé:

No Direito Público e Privado, a noção de **má-fé**, ao contrário da de dolo, não se mostra unívoca. Logo, trazer tal conceito camaleônico para a compreensão do elemento subjetivo da improbidade administrativa apenas acrescenta ambiguidade ao texto legal. A insegurança jurídica e

---

<sup>193</sup> MAXIMILLIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p.204.

<sup>194</sup> DINIZ, Maria Helena. *Dicionário Jurídico*. São Paulo: Saraiva: 2008, volume III, p. 201. “*Má-fé – a) dolo; b) intenção de prejudicar alguém ou alcançar um fim ilícito; c) conhecimento do vício; d) ciência do mal. Do engano ou da fraude*”.

<sup>195</sup>ROCHA, José de Moura. In FRANÇA, Limongi (coordenador). *Enciclopédia Saraiva de Direito*. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 31. “*enquadra-se a má-fé no elenco do dolo, pois, na verdade, refere-se mais que ao ato, à intenção do autor que ‘supõe uma qualificação fundada em motivos internos que muitas vezes são dificilmente apreendidos’*”.

hermenêutica decorre do fato de que, nos vários ramos do Direito, dolo genérico e **má-fé** ora são termos sinônimos, ora ostentam caráter distinto.<sup>196</sup>

O Código Civil menciona a má-fé em dezenas dos seus artigos, em distintos títulos, capítulos e seções. Para exemplificação, podem-se citar os arts. 295 (cessão de crédito); 766 e 769 (contrato de seguro); 878 e 879 (pagamento indevido); 916 e 918 (oponibilidade de exceções pessoais e endosso de título de créditos à ordem); 1177 (efeitos dos assentos lançados nos livros ou fichas do empresário-proponente pelos prepostos); 1530 (ação civil dos nubentes contra o oponente de má-fé). Em nenhum desses artigos, encontra-se a definição jurídica de má-fé e não há um sentido único no emprego do termo, o que demonstra a dificuldade de uma definição conceitual do instituto. Por vezes, a má-fé é mencionada como conceito antagônico à boa-fé objetiva, por vezes como elemento subjetivo muito específico, aplicável à situação jurídica tratada no dispositivo no qual inserida a expressão. A distinção, apesar de difícil, está posta no art. 1368-E do Código Civil e o seu alcance pretende-se apontar. Trata-se de má-fé inerente ao elemento subjetivo da conduta, a ser contraposta à ideia de boa-fé subjetiva, conceituada como “*a não consciência do injusto, apesar de uma falha no direito*”.<sup>197</sup>

Por isso, a definição da má-fé contida no art. 1368-E do Código Civil é muito bem auxiliada pelo conceito de má-fé mencionado pela doutrina nos estudos relativos à desconstituição de atos praticados em fraude contra credores. Essa fraude ocorre quando o devedor atua com intenção de diminuir ou dilapidar o patrimônio em detrimento dos interesses dos credores por meio de atos “*que a má-fé engendra com grande riqueza de imaginação*”<sup>198</sup>, na feliz expressão de Caio Mário. Como possibilidade desses atos de fraude, o devedor realiza “*uma liberalidade a um amigo ou parente, ou vende a vil preço um bem qualquer, ou concede privilégio a um credor mediante a outorga de garantia real*”.<sup>199</sup>

---

<sup>196</sup> EREsp n. 1.193.248/MG, relator Ministro Og Fernandes, relator para acórdão Ministro Herman Benjamin, Primeira Seção, julgado em 26/6/2019, DJe de 18/12/2020.

<sup>197</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes. Da Boa Fé no Direito Civil. Coimbra: Livraria Almedina, 2001, p.411 – apud JAGGI, Peter. Vertrauensprinzip und gesetz,FS Simonius (1955) - Berner Kommentar, art. 3 (1962) n.30 (388).

<sup>198</sup> PEREIRA, Caio Mário. Instituições de direito civil: teoria geral de direito civil (edição revista e atualizada por Maria Celina Bodin de Moraes). Rio de Janeiro, forense, 2019, p.455.

<sup>199</sup> Ibidem, p.465.

É legalmente prevista a possibilidade de anulação dos negócios jurídicos praticados em fraude contra credores.<sup>200</sup> Conforme o art. 158 do Código Civil, “os negócios de transmissão gratuita de bens ou remissão de dívida, se os praticar o devedor já insolvente, ou por eles reduzido à insolvência, ainda quando o ignore, poderão ser anulados pelos credores quirografários, como lesivos dos seus direitos”.

A fraude contra credores nos atos de transmissão onerosa é caracterizada por dois elementos: a) o ato prejudicial ao credor, a disponibilidade de bem do devedor já insolvente ou que o reduziu à insolvência; b) a má-fé do devedor. No ponto, ao discorrer sobre o assunto, Francisco Amaral é certo. Afirma ele ser a má-fé a consciência de prejudicar terceiros. E acrescenta sobre o elemento subjetivo: “o *consilium fraudis*, é a má-fé, a ciência do estado de insolvência, que se presume quando a insolvência é notória, mas que se dispensa nos atos gratuitos (...). A má-fé independe, porém, de intenção de prejudicar”.<sup>201</sup>

Percebida a fraude contra credores, poderão ser demandados o devedor insolvente, a pessoa que com ele celebrou a estipulação considerada fraudulenta, ou terceiros adquirentes que tenham procedido de má-fé.<sup>202</sup> O instrumento jurídico apto a ser utilizada para a nulidade dos negócios celebrados com fraude contra credores, tornando-os ineficazes, é a denominada a ação revocatória ou pauliana. Trata-se de ação pessoal, a ser direcionada contra “o devedor insolvente e também contra a pessoa que com ele celebrou a estipulação considerada fraudulenta” e contra os terceiros adquirentes de má-fé.<sup>203</sup>

De acordo com definição doutrinária, “a má-fé, o elemento subjetivo (*consilium fraudis*) da ação, consiste no conhecimento que o adquirente tem do estado de insolvência do devedor”.<sup>204</sup> A má-fé caracteriza-se, então, pela consciência do estado de insolvência do devedor. A razão de ser a conduta juridicamente inadequada assenta-se no conhecimento do adquirente em relação à

---

<sup>200</sup> Art. 171. Além dos casos expressamente declarados na lei, é anulável o negócio jurídico: I - por incapacidade relativa do agente; II - por vício resultante de erro, dolo, coação, estado de perigo, lesão ou fraude contra credores

<sup>201</sup> AMARAL, Francisco. Direito Civil: introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p.504.

<sup>202</sup> Art. 161. A ação, nos casos dos arts. 158 e 159, poderá ser intentada contra o devedor insolvente, a pessoa que com ele celebrou a estipulação considerada fraudulenta, ou terceiros adquirentes que hajam procedido de má-fé.

<sup>203</sup> GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito civil brasileiro, volume I: parte geral. São Paulo: Saraiva, 2008, p.422.

<sup>204</sup> AMARAL, Francisco. Direito Civil: introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p.507.

situação de insolvência do devedor com o qual realiza negócio jurídico. Sob a ótica estritamente técnica, o terceiro adquirente não atua com o dolo para lesionar o credor ou violar a norma jurídica. Ou melhor, pode até atuar, mas isso não é determinante para a configuração da má-fé.

Na fraude contra credores, a lei afirma ser presumida a má-fé nas hipóteses de insolvência notória ou de verificação de motivo para que fosse reconhecida por quem adquiriu o bem do devedor, indicando circunstâncias específicas a serem consideradas para a comprovação da má-fé:

(...) presumida no caso dos negócios onerosos, quando a insolvência for notória ou quando houver motivo para ser reconhecida pelo adquirente (CC, art.159). É notória quando conhecida de todos, pública, como no caso de já haver contra o devedor protesto de títulos, ajuizamento de ações de execução, protestos judiciais etc. Presume-se também que seja conhecida no caso de certas circunstâncias, como por exemplo, a clandestinidade do ato, a continuação dos bens alienados na posse do devedor, quando deveriam estar com terceiro, a falta de causa do negócio, o parentesco entre devedor e terceiro adquirente, o preço vil, a alienação de todos os bens etc.<sup>205</sup>

Transmudando parte da compreensão acima descrita para a responsabilidade civil dos fundos de investimento em ações, é possível a conjecturar de situações que, acaso verificadas, revelarão a má-fé do gestor de fundo de investimentos em ações.

Nessa linha de raciocínio, formal e aparentemente, o gestor pode se comportar de acordo com o que se dispõe na lei e no regulamento, pois a má-fé não exige ação deliberada para infringência legal ou regulamentar. Age assim o gestor que, sabedor de situação pré-falimentar de sociedade anônima de capital aberto, compra ações da companhia, observando as regras do regulamento do fundo de investimento. Ao comprar ações em conformidade com o regulamento do fundo, a conduta é, aparentemente, juridicamente aceitável. Não o é, entretanto, porque a aquisição ocorre com má-fé, com ciência do mal, do engano,<sup>206</sup> pois relaciona-se a

---

<sup>205</sup> Ibidem, p.507.

<sup>206</sup> SILVA, De Plácido e. Vocabulário Jurídico. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p.507. Má-fé. “A má-fé, assim, é revelada pela ciência do mal, certeza do engano ou do vício, contido no ato ou conduzido pela coisa. Assim, se pelas circunstâncias que cercam o fato ou a coisa, se verifica que a pessoa

ativos que não apresentam a consistência financeira de uma sociedade empresarial economicamente hígida. Pode-se afirmar, assim, ser a má-fé a ciência do engano, a ciência da irregularidade, conhecida por quem pratica o ato e sabe que sua conduta é apenas formal e aparentemente de acordo com o ordenamento jurídico porque contrária aos interesses dos cotistas do fundo de investimento, seja por desconformidade à lei, ao regulamento ou às informações de política de investimentos disponibilizadas. Decorre do “*conhecimento do mal, que se encerra no ato executado, ou do vício contido na coisa, que se quer mostrar como perfeita, sabendo-se que não o é*”.<sup>207</sup>

### 3.5 O caso Americanas – breves apontamentos

Exemplo intrigante relacionado à responsabilidade por prejuízo decorrente de queda do valor do preço de ações é o público e notório caso das Americanas (Companhia B2W Digital).<sup>208</sup> A par dos extraordinários valores envolvidos, a questão torna-se ainda mais complexa quando considerado o segmento de negociação das ações da companhia na B3. A companhia estava lista no segmento Novo Mercado, destinado a empresas cujas práticas de governança são elevadas. Segundo a B3, “*a listagem nesse segmento especial implica a adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da divulgação de políticas e existência de estruturas de fiscalização e controle*”.<sup>209</sup>

As digressões teóricas sobre o tema serão elaboradas em tese, para fins didáticos relacionados ao presente trabalho, ressalvado o sempre respeitável entendimento do Poder Judiciário e da Comissão de Valores Mobiliários sobre os processos que tratem de questões concretas, as quais sequer serão aqui cogitadas. Todas as conjecturas são formuladas a partir do que amplamente divulgado quanto

---

tinha conhecimento do mal, estava ciente do engano ou da fraude, contida no ato, e mesmo assim, praticou o ato ou recebeu a coisa, agiu de má-fé, o que importa dizer que agiu com fraude ou dolo”.

<sup>207</sup> STOCO, Rui. Abuso do Direito e má-fé processual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002, p.44.

<sup>208</sup> <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2023/01/11/ceo-das-lojas-americanas-renuncia-apos-grupo-identificar-rombo-de-r-20-bi.htm> (consulta realizada em 11.7.2023).

<sup>209</sup> [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/) (consulta realizada em 18 de julho de 2023).

ao caso das inconsistências contábeis de bilhões de reais nos balanços de vários anos pretéritos das lojas Americanas.

Para o que importa à discussão da responsabilidade civil, supondo o caso de uma companhia que apresentasse reiterados balanços anuais contábeis fraudados, são possíveis considerações acerca de, pelo menos, três situações jurídicas: a) a situação jurídica dos gestores de fundos de investimento que poderiam ter adquirido ações da companhia; b) a situação jurídica dos administradores da companhia; c) a situação jurídica dos denominados acionistas de referência.

Não se teve notícia de comportamento doloso ou de má-fé que permitisse a imputação de responsabilidade a gestores de fundos de investimento que optaram pela compra de ações da varejista.

Até a revelação dos fatos que apontam para a ocorrência de desfalque contábil em vários balanços da empresa, não se supunha que se tratasse de uma empresa envolvida em problemas financeiros. A princípio, escolher ações da companhia para investimento estava dentro das possibilidades naturais dos agentes econômicos responsáveis pelos fundos de investimento, desde que fossem as escolhas compatíveis com o que previsto no regulamento do fundo de investimento e com as respectivas informações disponibilizadas ao investidor no momento da aplicação dos recursos financeiros. Dentre as possibilidades disponíveis, era uma escolha viável aplicação dos recursos para a aquisição desses papéis.

A depender do que comprovado, contudo, poderia discutir-se a responsabilização dos gestores em razão do disposto no art. 1368-E, do Código Civil. Para exemplificar, pode-se supor a hipótese seguinte: gestor de carteira de investimentos de um fundo, já sabedor dos graves problemas existentes nos balanços, adquirisse ações da companhia, expondo o resultado financeiro do fundo de investimento a um risco juridicamente não aceitável, agindo com dolo ou má-fé para, com a operação, aproveitando-se de movimentos especulativos, favorecer posição acionária particular própria, de interesse econômico distinto daquele do fundo de investimento.

Em relação aos administradores da companhia, não são eles, em regra, responsáveis pelas obrigações que contraírem em nome da sociedade. Se agem em

nome da sociedade, “em virtude de atos regulares de gestão, os diretores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que, nessa qualidade, praticarem”.<sup>210</sup>

Há expressa ressalva legal, porém, que possibilita a responsabilização do administrador da companhia. O art. 158 da Lei 6404/76 prevê não ser o “administrador pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I – dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II – com violação da lei ou do estatuto”.

Em caso de aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas pela Assembleia-Geral, o administrador exonera-se da responsabilidade (§ 3º, do art. 134 da Lei 6404/76). A aprovação sem reserva de contas é, pois, ato que libera o administrador de eventual responsabilidade. A lei ressalva, entretanto, os casos de erro dolo, fraude ou simulação como hipóteses de não exoneração dos administradores e fiscais pelas contas aprovadas sem reserva pela Assembleia-Geral.<sup>211</sup> Na maioria das vezes, considerado o dia a dia da companhia e a realidade que retrata as reuniões da Assembleia-Geral, não é sequer possível identificar erro, dolo, fraude ou simulação, antes de uma análise pormenorizada e detalhada das contas. Se constatada fraude, não há exoneração da responsabilidade apontada. Torna-se responsável, por conseguinte, o administrador que, mesmo com as contas da companhia aprovadas, tiver procedido com simulação e violado a lei ou as normas estatutárias. Explica a doutrina ser “*comum o caso do administrador, sobretudo diretor-gerente, que ultrapassa os poderes de gestão, cujos limites o estatuto lhe traça*”.<sup>212</sup>

Incumbe à companhia a ação de responsabilidade civil contra os administradores, conforme se dispõe no art. 159 da Lei 6404/76: “*Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de*

---

<sup>210</sup> FERREIRA, Waldemar. Tratado de Direito Comercial, Quarto Volume. São Paulo: Saraiva, 1961, p. 459.

<sup>211</sup> Art., 134 da Lei 6404/76. Instalada a assembleia-geral proceder-se-á, se requerida por qualquer acionista, à leitura dos documentos referidos no art.133 e do parecer do conselho fiscal, se houver, os quais serão submetidos pela mesa à discussão e votação.

§ 3º A aprovação [pela Assembleia-Geral], sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286).

<sup>212</sup> REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º volume. São Paulo: Saraiva, 2005, p.222.

*responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio”.*

Caso não proposta pela companhia, a ação pode ser ajuizada por acionista, denominando-se ação social derivada. Sobre o tema, explica Osmar Brina:

Ação social derivada é aquela proposta pelo acionista com base nos §§ 3º e 4º do art. 159, visando a obter [ressarcimento de] um prejuízo causado a patrimônio social. A ação é proposta em nome do acionista. Os resultados dela deferem-se à companhia; contudo, esta deverá indenizar o autor da ação até o limite daqueles resultados, de todas as despesas que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados (art. 159, § 5º).<sup>213</sup>

O acionista controlador da companhia também pode ser responsabilizado “*pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder*”.<sup>214</sup> Verifica-se o abuso de poder quando “*o titular exerce a sua faculdade, desviando-se de sua finalidade, que é a de fazer a sociedade realizar o seu objeto e de cumprir a sua função social*”<sup>215</sup>. Justamente em razão dessa previsão legal, discute-se a responsabilidade dos acionistas com a atenção voltada para os controladores.

O controle exercido na sociedade não é ilimitado, pois submetido a parâmetros e deveres a serem observados por quem controle. O acionista controlador deve dirigir o seu poder de controle para a realização do objeto e cumprimento da função social da companhia, observando “*deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender*”.<sup>216</sup> O poder de controle direciona-se à preservação

---

<sup>213</sup> CORRÊA-LIMA, Osmar Brina, Sociedade Anônima. Belo Horizonte: Del Rey, 2005, p.195-196.

<sup>214</sup> Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

<sup>215</sup> MORAES, Luiza Rangel de. Das reponsabilidades dos sócios nas sociedades limitadas e nas sociedades anônimas à luz do Código Civil e da Lei das Sociedades por Ações. Da aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica. In WALD, Arnold; FONSECA, Rodrigo Garcia da (coordenadores). A Empresa do Terceiro Milênio – Aspectos Jurídicos. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005, p.59.

<sup>216</sup> Art. 116, parágrafo único, da Lei 6404/76. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

dos interesses da companhia, não se presta a atender conveniências pessoais e deve ser exercido com lealdade aos direitos e interesses dos demais acionistas.

Pela lei, considera-se “*acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que*” (art. 116 da Lei 6404/76):

- a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
- b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Na hipótese em exame, até 2021, a companhia contava com acionistas controladores. A partir de então, os controladores passaram à condição de acionistas de referência, em razão da mudança da estrutura acionária da companhia. Indaga-se, então, a possibilidade de responsabilização de acionistas de referência, os quais detêm parcela considerável de ações, mas não são, sob o aspecto estritamente técnico, acionistas controladores. Consideradas essas circunstâncias, propõe-se um avanço na interpretação dos dispositivos que fazem menção apenas ao acionista controlador.

A questão formal referente ao número de ações perde relevância no caso de fraudes ou abuso de direito. Em casos assim, o que precisa ser verificado é a real abrangência do controle que os acionistas exercem na sociedade anônima. Situações podem revelar um efetivo controle da sociedade pelos acionistas que nominalmente não são os controladores, mas detêm o controle do conselho de administração e interferem nos negócios da companhia. Podem não ser formalmente controladores. Sob o aspecto material, considerada a realidade das coisas, são, de fato, quem controla a companhia. Esse deve ser o traço definidor para se apurar eventual responsabilidade dos acionistas, independente da qualificação jurídica que ostentem.

A pretensão de responsabilização dos acionistas de referência visa alcançar os seus respectivos patrimônios para reparação dos danos ocorridos. O tema é sensível por ser caro ao direito empresarial a autonomia da personalidade jurídica

empresarial, a partir da qual houve indiscutível desenvolvimento comercial, possibilitando o surgimento de grandes organizações para a realização das mais variadas atividades econômicas. Uma das consequências da personificação jurídica é a total independência da sociedade em relação aos seus sócios. Essa independência *“revela-se no patrimônio, nas relações jurídicas e na responsabilidade civil, sabido que o ente não responde pelos atos de seus membros, nem estes sobre aqueles, salvo expressa disposição legal ou contratual”*.<sup>217</sup>

A autonomia da personalidade jurídica da sociedade anônima e a limitação de responsabilidade dos seus acionistas é tão considerável que pode ser extraída logo do primeiro artigo da Lei 6404/76. Conforme nele se dispõe, *“a companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”*. Garante-se, assim, imunidade aos acionistas quanto ao valor que ultrapassar o estabelecido em lei, independentemente do patrimônio do acionista. A responsabilidade do acionista limita-se, em regra, ao preço de emissão das ações que foram subscritas ou adquiridas.

Da mesma forma, o art. 49-A do Código Civil, introduzido pela Lei 1874/19, na mesma direção do que se dispõe na Lei 6404/76 explicita a autonomia da personalidade jurídica das sociedades. No parágrafo único, define-se que a *“autonomia patrimonial das pessoas jurídicas é um instrumento lícito de alocação de e segregação de riscos, estabelecido pela lei com a finalidade de estimular empreendimentos, para a geração de empregos, tributo, renda e inovação em benefícios de todos”*.

Defende-se a regra com argumentos consistentes, como os elevados custos de transação que seriam necessários e poderiam provocar a redução do *“número de operações no mercado de valores mobiliários para ações de companhias a ele sujeitas. O baixo número de operações impediria o desenvolvimento de um mercado líquido para tais ações”*.<sup>218</sup> Não se dúvida das corretas conclusões. A questão que se propõe não é o acerto da proteção patrimonial dos acionistas e da autonomia

---

<sup>217</sup> AMARAL, Franciso. Direito Civil, Introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, 6ª edição, p.302.

<sup>218</sup> MACKAAY, Ejan; ROSSEAU, Stéphane. Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.550.

jurídica da personalidade das companhias. Em geral, o sócio não deve responder pelas dívidas da sociedade. Há de ser assim.

Está em exame a possibilidade teórica de desconsideração da personalidade jurídica, quando identificada chapada fraude em reiterados balanços da companhia, nos casos de, eventualmente – e em tese -, comprovar-se a participação dos acionistas.

O direito é avesso à fraude, ao abuso, à simulação etc. No caso em apreço, duas alternativas jurídicas se apresentam: a) a preservação da autonomia da personalidade da pessoa jurídica, ainda que verificada a participação em fraude dos acionistas de referências da companhia; b) a desconsideração da personalidade jurídica, de forma excepcional, quando (e se) comprovada atuação para a realização de fraudes por parte dos referidos acionistas.

A inexistência de direito absoluto e a incompatibilidade da fraude com o acertamento de direitos mostram ser juridicamente adequada a segunda opção. Essa afirmação é congruente com a ponderação já defendida para aplicação da análise econômica do direito para solução dos problemas jurídicos. Defende-se utilizá-la sem radicalismo teórico, considerando-se a excepcionalidade de situações como a ora retratada, a reclamar outra abordagem conceitual porque as bases do problema estão assentadas em fraude à lei e ao direito.

Não se admite a aplicação da análise econômica do direito – ou de qualquer outra teoria - para dar respaldo a fraudes. Ao contrário, uma leitura econômica do problema exige a superação da fraude. O raciocínio expressado no seguinte comentário doutrinário ao art.49-A do Código Civil confirma o que acima afirmado: pode-se constatar ter o Código Civil valorizado “*as potencialidades sociais e econômicas das pessoas jurídicas, mas mesmo essa verdade não é absoluta, cedendo diante dos casos de fraudes ou desvios de finalidade*”.<sup>219</sup>

O Superior Tribunal de Justiça decidiu controvérsia sobre a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica de fundo de investimento. Trata-se de problema jurídico específico, relacionado a fundo de investimento que, no momento

---

<sup>219</sup>ROSENVALD, Nelson; BRAGA NETTO, Felipe. Código Civil Comentado artigo por artigo. Salvador: Editora Juspodium, 2021, pág.145.

da desconsideração, contava com dois quotistas apenas. A solução, no entanto, demonstra exatamente a aversão do Direito a comportamentos fraudulentos.

Em circunstâncias ordinárias, assentou-se a impossibilidade da penhora de cotas pessoais por dívidas do ou de cotistas sem relação com o devedor executado. Colhe-se do voto condutor do acórdão, que as cotas são passíveis de penhora em *“processo de execução por dívidas pessoais dos próprios cotistas, mas não podem ser penhoradas por dívidas do fundo, tampouco de outros cotistas que não tenham nenhuma relação com o verdadeiro devedor”*.

A regra deve ser afastada, porém, quando verificada que a própria criação do fundo de investimento ocorreu de forma fraudulenta. O Relator, Ministro Villas Bôas Cueva, observou:

(...) Todas essas regras, no entanto, de obrigatória observância em circunstâncias normais, devem ceder diante da comprovação inequívoca de que a própria constituição do fundo de investimento se deu de forma fraudulenta, como modo de encobrir ilegalidades e ocultar o patrimônio de empresas pertencentes a um mesmo grupo econômico, sempre se tomando a necessária cautela para não atingir as cotas titularizadas por quem não possui nenhuma relação com o executado.<sup>220</sup>

---

<sup>220</sup> RECURSO ESPECIAL. PROCESSUAL CIVIL. IMPUGNAÇÃO À EXECUÇÃO. NEGATIVA DE PRESTAÇÃO JURISDICIONAL. CERCEAMENTO DE DEFESA. NÃO OCORRÊNCIA. PRODUÇÃO DE PROVAS. NECESSIDADE. REEXAME DE PROVA. SÚMULA Nº 7/STJ. DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA. PEDIDO E DECISÃO JUDICIAL ANTERIOR. EXISTÊNCIA. REGULARIDADE FORMAL. FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP). NATUREZA JURÍDICA. CONDOMÍNIO ESPECIAL. COTAS. CONSTRIÇÃO JUDICIAL. POSSIBILIDADE.

(...)

6. Embora destituídos de personalidade jurídica, aos fundos de investimento são imputados direitos e deveres, tanto em suas relações internas quanto externas, e, não obstante exercerem suas atividades por intermédio de seu administrador/gestor, os fundos de investimento podem ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações.

7. O patrimônio gerido pelo Fundo de Investimento em Participações (FIP) pertence, em condomínio, a todos os investidores (cotistas), a impedir a responsabilização do fundo por dívida de um único cotista, de modo que, em tese, não poderia a constrição judicial recair sobre todo o patrimônio comum do fundo de investimento por dívidas de um só cotista, ressalvada a penhora da sua cota-parte.

8. A impossibilidade de responsabilização do fundo por dívidas de um único cotista, de obrigatória observância em circunstâncias normais, deve ceder diante da comprovação inequívoca de que a própria constituição do fundo de investimento se deu de forma fraudulenta, como forma de encobrir ilegalidades e ocultar o patrimônio de empresas pertencentes a um mesmo grupo econômico.

(...).

11. No momento da constrição determinada pelo juízo da execução, como consequência da desconsideração inversa da personalidade jurídica do devedor, o fundo de investimento que teve o seu patrimônio constrito possuía apenas dois cotistas, ambos integrantes do mesmo conglomerado econômico, a revelar que o ato de constrição judicial não atingiu o patrimônio de terceiros.

12. Recurso especial parcialmente conhecido e não provido.

A desconsideração foi determinada por terem sido verificados os requisitos previstos no art. 50 do Código Civil, segundo o qual “*em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz (...) desconsiderá-la*” com a finalidade de que os efeitos do cumprimento de determinadas relações jurídicas possam alcançar os bens particulares de administradores ou sócios da pessoa jurídica beneficiada, ainda que indiretamente, pelo abuso. No julgamento em referência, deu-se a amplamente admitida desconsideração inversa da personalidade jurídica porque a sociedade executada fazia parte de conglomerado de empresas com possível capacidade de pagamento para quitação das dívidas, podendo-se, então, atingir o patrimônio dessas empresas.

Na análise do caso concreto, constatou-se desvio de finalidade e confusão patrimonial. Foi realçado que “*o desvio de finalidade tem como pressuposto fundamental o desvio da função da pessoa jurídica, que se constata na fraude e no abuso de direito relativos à autonomia patrimonial*”.

A decisão demonstra a relevância de balizas jurídicas para evitar a proliferação de fraudes que corrompem a ideia de justiça e desigualam a competição entre os agentes da atividade econômica.

## Considerações finais

A elaboração e aplicação das leis geram reflexos diretos na vida das pessoas, pois as decisões tomadas no cotidiano social são, em certa medida, condicionadas pelas consequências jurídicas dos comportamentos escolhidos. No espaço do empreendimento das atividades econômicas, a análise do macroambiente, consistente nos fatores que impactam os negócios, é elaborada observando-se diversos aspectos, como o político, o econômico e o jurídico. Ferramenta que permite essa análise, a estrutura PESTEL, acrônimo de Political, Economic, Social, Technological, Environmental and Legal (Político, Econômico, Social, Tecnológico, Ambiental e Jurídico), é utilizada para “*identificar de que maneira as tendências futuras nos ambientes*” mencionados “*são capazes de entrar em conflito com as organizações*”.<sup>221</sup> O ambiente jurídico é um dos fatores analisados por aqueles dispostos a empreender.

O Direito, bem lembra Bobbio, pode ser definido “*como um conjunto de regras que são consideradas (ou sentidas) como obrigatórias em uma determinada sociedade porque sua violação*”<sup>222</sup> poderá ensejar a sanção ao violador da norma por decorrência da atuação interventiva de um terceiro – magistrado ou árbitro – chamado para resolver a questão. A sociedade espera, então, previsibilidade quando à aplicação das regras jurídicas que conformam uma ordem social. Conforme Paulo Nader, o Direito “*está em função da vida social. A sua finalidade é favorecer o amplo relacionamento entre as pessoas e os grupos sociais, que é uma das bases do progresso da sociedade*”.<sup>223</sup> Assim, o ordenamento jurídico “*torna possíveis os nexos de cooperação e disciplina a competição estabelecendo as limitações necessárias ao equilíbrio e a justiça nas relações*”<sup>224</sup>.

Para as escolhas dos consumidores e empreendedores de atividades econômicas financeiras, aumenta o relevo da previsibilidade jurídica como forma de contribuir para o desenvolvimento nacional, na medida em que diminui os custos de

---

<sup>221</sup> JOHNSON, Gerry; SCHOLLES, Kevan; WHITTINGTON, Richard. Fundamentos da Estratégia. Porto Alegre: Bookman, 2011, p.47.

<sup>222</sup> BOBBIO, Norberto. O positivismo jurídico. Lições de filosofia do Direito. São Paulo: Ícone, 1995, p. 27-28. lei

<sup>223</sup> NADER, Paulo. Introdução ao Estudo do Direito. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 27.

<sup>224</sup> NADER, Paulo. Introdução ao Estudo do Direito. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 27.

transação para a tomada de decisões dos agentes econômicos (aqui considerados consumidores e empreendedores).

Certamente, o desenvolvimento econômico passa pelo crescimento da renda das pessoas e da poupança interna, formada também pela aplicação de recursos em produtos financeiros disponíveis no país, tais como os fundos de investimento em ações. Por essas razões, a ampliação e democratização do acesso à aplicação nos fundos de investimento em ações possibilita aumento da poupança nacional e justifica uma abordagem jurídico-científica sobre esse mercado e as consequências de eventual desempenho negativo dessas aplicações.

Observa-se, com precisão, que após o retorno ao regime democrático ter consolidado a estabilidade monetária, o Brasil precisa alcançar a estabilidade *“jurídica que dê ao cidadão um mínimo de garantias quanto ao seu presente e seu futuro, permitindo o planejamento empresarial a curto, médio e longo prazos, que caracteriza o Estado de Direito no mundo hodierno”*<sup>225</sup>. Definir o modelo de responsabilidade civil aplicável a determinado segmento da atividade econômica aumenta a eficiência do sistema jurídico, permite previsibilidade das consequências jurídicas de escolhas adotadas e diminuiu custos de transação, propiciando uma melhoria no ambiente de investimentos do país.

Os fundos de investimento de risco podem apresentar desempenho financeiro negativo, ocasionando perda aos cotistas. Significa dizer que há possibilidade de prejuízo material aos cotistas, o que pode ensejar questionamentos sobre a responsabilidade civil por eventual prejuízo financeiro. Incertezas econômicas, próprias do mercado de ações, devem ficar restritas à rentabilidade dos valores aplicados. Ao Direito, cabe a fixação de normas para solução de eventuais controvérsias de modo a permitir previsibilidade jurídica aos empreendedores e investidores dessa atividade econômica.

A possibilidade de desempenho negativo dos fundos de investimento é um dado da realidade econômica, sendo da própria natureza de alguns ativos financeiros, como as ações listadas em bolsa. Por isso, esse desempenho negativo não poderia, por si só, levar à responsabilização do gestor do fundo a partir de um

---

<sup>225</sup> WALD, Arnold. Um Novo Direito para a Nova Economia: A Evolução dos Contratos e o Código Civil. In DINIZ, Maria Helena. LISBOA, Roberto Senise. O Direito Civil no Século XXI. São Paulo: Saraiva, 2003, p.78.

juízo puro e simples de causa (escolha desta ou daquela aplicação) e efeito (prejuízo financeiro).

Com opção por um modelo de responsabilidade civil específico, exige a lei, para responsabilização de prejuízos verificados, a comprovação de dolo ou má-fé dos gestores dos fundos de investimento em ações. Houve clara opção legislativa: os prestadores de serviços dos fundos de investimento, tais como gestores, administradores e custodiantes respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé. Para apuração do dever de reparar aplica-se a responsabilidade subjetiva. Independente do paradigma teórico escolhido, a construção histórica da responsabilidade civil é, corretamente, voltada para a reparação do dano. Há de se reconhecer que “esse objetivo não pode, porém, ser o único a informar a responsabilidade civil (...), pois o risco seria deslizar para a lógica do “deep pocket” (responsabilidade medida pela solvabilidade do réu)”.<sup>226</sup>

Justifica-se a escolha desse modelo de responsabilidade civil para o tratamento de casos de prejuízos ocasionados pelos gestores dos fundos de investimento em ações, pois “o peso da responsabilidade subjetiva incita os cidadãos a pensar sobre as respectivas condutas e a evitar aquelas que podem incorrer em faltas. Sob o aspecto econômico, facilita o espírito de iniciativa e impele” a ação<sup>227</sup>. O conjunto ordenado de normas que integram o Direito deve ser considerado como um todo para compreensão das disposições legais. Por isso, a recomendação de interpretar considerado o ordenamento jurídico em sua inteireza permanece atual e vale ser lembrada:

O Direito objetivo não é um conglomerado caótico de preceitos; constitui vasta unidade, organismo regular, sistema, conjunto harmônico de normas coordenadas, em interdependência metódica, embora fixada cada uma no seu lugar próprio. De princípios jurídicos mais ou menos gerais deduzem corolários; uns e outros se condicionam e restringem reciprocamente, embora se desenvolvam de modo que constituem elementos autônomos operando em campos diversos. Cada preceito, portanto, é membro de um

---

<sup>226</sup> MACKAAY, Ejan; ROSSEAU, Stéphane. Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020, p.400.

<sup>227</sup> GOMES, Luiz Roldão de Freitas. A responsabilidade civil objetiva e subjetiva no novo Código Civil. In ALVIM, Arruda; CERQUEIRA CÉSAR, Joaquim Portes de; ROSAS, Roberto (coordenadores). Aspectos Controvertidos do Novo Código Civil. Estudos em Homenagem ao Ministro José Carlos Moreira Alves, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p. 452.

grande todo; por isso do exame em conjunto resulta bastante luz para o caso em apreço <sup>228</sup>.

Ao facilitar “o espírito de iniciativa e [impelir] a ação” com a escolha do modelo de responsabilidade civil subjetiva para o caso específico, promove-se medida adequada à Constituição da República, que prevê uma ordem econômica “fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa”<sup>229</sup>, assegurando-se a todos “o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”<sup>230</sup>. Reconhecido constitucionalmente como agente normativo e regulador, o Estado, a par de fiscalizar e planejar, há de promover medidas de incentivo da atividade econômica<sup>231</sup>.

De outro modo, a adoção de responsabilidade objetiva para os prestadores de serviços, além de inadequada, poderia resultar em indesejável desestímulo à constituição dos fundos de investimento, os quais contribuem para o desenvolvimento econômico do país e possibilitam a pessoas físicas de todos os níveis de renda, acesso a investimentos antes exclusivos de grandes investidores.

---

<sup>228</sup> MAXIMILLIANO, Carlos. Hermenêutica e Aplicação do Direito. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p.105.

<sup>229</sup> Art. 170 da Constituição da República. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios (...).

<sup>230</sup> Art. 170, parágrafo único, da Constituição da República. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

<sup>231</sup> Art. 174 da Constituição da República. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Vitor Luís de. A reponsabilidade civil do estado por erro judiciário. Belo Horizonte: D'Plácido, 2016.

AMARAL, Franciso. Direito Civil, Introdução. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, 6ª edição.

BARROSO, Luís Roberto. Temas de Direito Constitucional. Tomo III. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005.

BENUCCI, Eduardo Bonasi. Barcelona: José M. Bosch Editor, 1958.

BESSONE, Darcy. Direitos Reais. São Paulo: Saraiva, 1996.

BITTAR, Carlos Alberto. Reparação Civil por Danos Morais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993.

BORGES, Ronaldo Souza. A prova pela presunção na formação do convencimento judicial. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016.

CARVALHO, Cristiano. Teoria da Decisão Tributária. São Paulo: Almedina Brasil, 2018.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. Programa de Responsabilidade Civil. São Paulo: 2007, Atlas.

COOTER, Robert Dandrige; Schafer; Hans Bernd. O Nó de Salomão. Como o Direito pode erradicar a pobreza das Nações. Curitiba: Editora CRV, 2017.

CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes. Da Boa Fé no Direito Civil. Coimbra: Livraria Almedina, 2001.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina, Sociedade Anônima. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

CRUZ, Lucas Vinícios; LANA, Henrique Avelino. Fintechs, tecnologia e análise econômica do direito: redução dos custos de transação e aumento da eficiência. Revista Argumentum. Marília/SP, V. 23, N. 1, p. 245-269, Jan.-Abr. 2022.

DIAS, José de Aguiar. Da Responsabilidade Civil, Tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

DIAS, José de Aguiar. Da Responsabilidade Civil. Tomo II. Rio de Janeiro, Forense, 1973.

DINIZ, Maria Helena. Dicionário Jurídico. São Paulo: Saraiva: 2008, volume III.

DONEDA, Danilo. Da Privacidade à Proteção de Dados Pessoais: Fundamentos da Lei Geral de Proteção de Dados. São Paulo: Thomson Reuters, 2021.

DONEDA, Danilo; MENDES, Laura Schertel; CUEVA, Ricardo Villas Bôas (coord). Lei Geral de Proteção de Dados (Lei nº 13.709/2018). A caminho da efetividade: contribuição para implementação da LGPD. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

DWORKIN, Ronald. A raposa e o porco-espinho: justiça e valor. São Paulo: Martins Fontes, 2014.

DWORKIN, Ronald. A justiça de toga. São Paulo: Martins Fontes, 2010.

FIORINO, Nadia; RICCIUTI, Roberto; VENTURINO, Flávio. Measuring Direct Democracy. In SCHOFIELD, Norman; CABALLERO, Gonzalo. State, Institutions and Democracy. Contributions of Political Economy. Springer: 2017.

FERREIRA, Waldemar. Tratado de Direito Comercial, Quarto Volume. São Paulo: Saraiva, 1961.

GODOY, Cláudio Luiz Bueno de. In: PELUSO, Cezar (coordenador). Código Civil Comentado – Doutrina e Jurisprudência. Barueri/SP: Editora Manole, 2007.

GOMES, Luiz Roldão de Freitas. A responsabilidade civil objetiva e subjetiva no novo Código Civil. In ALVIM, Arruda; CERQUEIRA CÉSAR, Joaquim Portes de; ROSAS, Roberto (coordenadores). Aspectos Controvertidos do Novo Código Civil. Estudos em Homenagem ao Ministro José Carlos Moreira Alves, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

GOMES, Marcus Lívio; DE ARAÚJO, Walter Schuenquener. Inteligência Artificial e Aplicabilidade Prática no Direito. Brasília: 2022, Conselho Nacional de Justiça.

GOMES, Orlando. Responsabilidade Civil no Direito Brasileiro. Rio de Janeiro: Forense, 1997.

GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito civil brasileiro, volume I: parte geral. São Paulo: Saraiva, 2008.

GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito civil brasileiro: volume III: contratos e atos unilaterais. Saraiva: 2008.

GONÇALVES. Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro: Volume IV. Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2008.

GRECO, Rogério. Curso de Direito Penal, volume I. Niterói/RJ, Editora Impetus, 2007.

HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. Tendências Atuais da Responsabilidade Civil: Marcos Teóricos Para o Direito do Século XXI. In DINIZ, Maria Helena. LISBOA, Roberto Senise. O Direito Civil no Século XXI. São Paulo: Saraiva, 2003.

JOHNSON, Gerry; SCHOLLES, Kevan; WHITTINGTON, Richard. Fundamentos da Estratégia. Porto Alegre: Bookman, 2011.

JORGE, Fernando Pessoa. Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil. Coimbra: Almedina, 199

LIMA, Alvino. A Responsabilidade Civil pelo Fato de Outrem. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

LUHMANN, Niklas. O direito da sociedade. São Paulo: Martins Fontes, 2016.

MACKAAY, Ejan; ROSSEAU, Stéphanie. Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020.

MARQUES, Cláudia Lima; BENJAMIN, Antônio Herman; MIRAGEM, Bruno. Comentários ao Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010.

MARTINS-COSTA, Judith. Comentários ao novo Código civil, volume V, Tomo II. Rio de Janeiro: 2003.

MAXIMILLIANO, Carlos. Hermenêutica e Aplicação do Direito. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

MELO, Celso Antônio Bandeira de. Grandes Temas de Direito Administrativo. São Paulo: Malheiros, 2009.

MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado, Tomo XXII. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1971.

MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado, TOMO XXVI. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1971.

MONTEIRO, Washington de Barros; MALUF, Carlos Alberto Dabus. Curso de direito civil, vol.4: direito das obrigações, 1ª parte. São Paulo: Saraiva, 2015.

MONTEIRO, Washington de Barros; MALUF, Carlos Alberto Dabus; SILVA, Regina Beatriz Tavares da. Curso de direito civil, vol.5: direito das obrigações, 2ª parte. São Paulo: Saraiva, 2015.

MORAES, Luiza Rangel de. Das responsabilidades dos sócios nas sociedades limitadas e nas sociedades anônimas à luz do Código Civil e da Lei das Sociedades por Ações. Da aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica. In WALD, Arnold; FONSECA, Rodrigo Garcia da (coordenadores). A Empresa do Terceiro Milênio – Aspectos Jurídicos. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005.

NADER, Paulo. Introdução ao Estudo do Direito. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

PAPINI, Roberto. Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários. Belo Horizonte: Del Rey, 2017.

PEREIRA, Caio Mário. Instituições de direito civil: teoria geral de direito civil (edição revista e atualizada por Maria Celina Bodin de Moraes). Rio de Janeiro, forense, 2019.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil: teoria geral das obrigações (edição revista e atualizada por Guilherme Calmon Nogueira da Gama). Rio de Janeiro: Forense, 2019.

PEREIRA, Caio Mário. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p.10.

PORTO, Antônio Maristela; GAROUPA, Nuno. Curso de Análise Econômica do Direito. São Paulo: Atlas, 2020.

POSNER, Richard. Economic Analysis of Law. Boston e Toronto: 1977. Little, Brown and Company, 2ª edição.

REALE, Miguel. Teoria Tridimensional do Direito. São Paulo: Saraiva, 5ª edição, 1994.

REALE, Miguel. Lições preliminares de Direito. São Paulo: Editora Saraiva, 2002.

RICOEUR, Paul. O justo ou a essência da justiça. São Paulo: Instituto Piaget, 1995.

RIZZARDO, Arnaldo. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

ROCHA, José de Moura. In FRANÇA, Limongi (coordenador). Enciclopédia Saraiva de Direito. São Paulo: Saraiva, 1977.

ROSENVALD, Nelson; BRAGA NETTO, Felipe. Código Civil Comentado artigo por artigo. Salvador: Editora Juspodium, 2021.

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, 2º volume. São Paulo: Saraiva, 2005.

SAVATIER, René. Traité de la Responsabilité Civile en Droit Français. Tome I. Librairie Générale De Droit Et De Jurisprudence, 1951.

SEN, Amartya. Desenvolvimento como Liberdade. São Paulo: Companhia das Letras, 2020.

SILVA, De Plácido e. Vocabulário Jurídico. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

SILVA, Wilson Melo da. Responsabilidade sem culpa. São Paulo: 2ª edição, 1974.

SOUZA, Washington Peluso Albino. Direito Econômico. São Paulo: Saraiva, 1980.

STOCO, Rui. Abuso do Direito e má-fé processual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

STOCO, Rui. Tratado de Responsabilidade Civil. Doutrina e Jurisprudência. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

GAGLIANO, Pablo Stolze; FILHO, Rodolfo Pamplona. Novo Curso de Direito Civil, v.1, Parte Geral. São Paulo: Saraiva, 2005.

GAGLIANO, Pablo Stolze; FILHO, Rodolfo Pamplona. Novo Curso de Direito Civil, v.3, Responsabilidade Civil. São Paulo: Saraiva, 2005.

TARTUCE, Flávio. Manual de Direito Civil. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Editora Método, 2011.

TARTUCE, Flávio. Responsabilidade Civil. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

TEPEDINO, Gustavo; MONTEIRO FILHO, Carlos Edson do Rêgo; RENTERIA, Pablo. Fundamentos de Direito Civil: Direitos Reais. Rio de Janeiro: 2021.

TEPEDINO, Gustavo. Temas de Direito Civil. A evolução da Responsabilidade Civil no Direito Brasileiro e suas Controvérsias na Atividade Estatal. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

TORRES, Heleno Taveira. Direito Constitucional Tributário e Segurança Jurídica. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

TRUJILLO, Rafael Durán. Nociones de Responsabilidad Civil (contractual y delictuosa). Bogotá: Editorial Temis, 1957.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. Economia: micro e macro: teoria e exercícios com os 300 principais conceitos econômicos. São Paulo: Atlas, 2011.

VIANA, Ulisses Schwarz. Direito e justiça em Niklas Luhmann: complexidade e contingência do sistema jurídico. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris, 2015.

WALD, Arnold. Um Novo Direito para a Nova Economia: A Evolução dos Contratos e o Código Civil. In DINIZ, Maria Helena. LISBOA, Roberto Senise. O Direito Civil no Século XXI. São Paulo: Saraiva, 2003.