



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

MATHEUS CALAZANS ABREU

**A RESPONSABILIDADE CIVIL DOS INTERMEDIÁRIOS PELA ATUAÇÃO DO
ASSESSOR DE INVESTIMENTO**

Projeto de dissertação a ser apresentado ao XXI Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais, sob orientação do Professor Doutor Ricardo Villela Mafra Alves da Silva, vinculado ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (PPGD - UERJ).

Rio de Janeiro

2025

1 TEMA

A dissertação analisará a responsabilidade civil das instituições intermediárias por danos causados a investidores por seus assessores de investimentos, conforme os arts. 2º, VII, da Resolução CVM nº 35/2021 e 4º da Resolução CVM nº 178/2023. Embora a atuação do assessor de investimentos possa se confundir com a preposição civil, trata-se de função autônoma, com arranjos institucionais diversos, contratos múltiplos, estruturas societárias variadas e serviços que extrapolam a negociação de valores mobiliários. Esses modelos integram cadeias de serviços pouco exploradas pela doutrina nacional e sem consolidação jurisprudencial quanto à responsabilidade civil dos agentes envolvidos (ROCHA, 2022).

A regulação dos assessores de investimento foi inicialmente estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”), com supervisão do Banco Central e, posteriormente, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ao atuarem como prepostos regulatórios, os assessores exercem atividade típica de distribuição, com antecedentes na comissão mercantil prevista no Código Comercial de 1850 (DE ALMEIDA, 2018), semelhante à dos corretores, cuja origem remonta ao Decreto nº 806/1851 (MATTOS FILHO, 1986).

Diferentemente dos assessores internos do intermediário e dos consultores de investimentos, os assessores de investimento exercem atividade autônoma, que inclui captação de clientela, transmissão de ordens e prestação de informações, conforme o art. 3º da Resolução CVM nº 178/2023. O trabalho buscará distinguir esses profissionais dos colaboradores internos dos intermediários, denominados assessores internos e regulados pela Resolução CVM nº 35/2021. Já os consultores de investimentos atuam de forma independente, conforme a Resolução CVM nº 19/2021.

Enquanto os assessores internos se limitam à representação do intermediário perante os clientes, os assessores de investimento atuam com maior autonomia e contato direto com o investidor, aproximando o mercado de capitais da população. Essa proximidade os posiciona como elo entre investidores e intermediários, o que atrai atenção da CVM, dado o potencial de danos à poupança popular e à confiança no mercado. Nesse contexto, a autarquia passou a utilizar a expressão “preposto” para atribuir responsabilidade ao intermediário, buscando mitigar riscos decorrentes da atuação irregular dos assessores.

A regulação pode ser interpretada como um modelo de *gatekeeper*, já que o assessor atua fora da estrutura do intermediário (KRAAKMAN, 1984). O uso da expressão “preposto” pela CVM, contudo, gera desafios jurídicos nos tribunais, por envolver conceito do Código Civil (Lei nº 10.406/2002), com implicações na responsabilidade prevista no art. 932, III, do referido diploma. A autarquia atribui ao intermediário deveres como aplicar políticas, fiscalizar assessores, comunicar infrações, divulgar regras, designar diretor responsável e gerir conflitos de interesse¹.

Ao contrário do Código Comercial, o Código Civil não prevê regime específico para a responsabilidade na intermediação, nem para serviços similares aos dos assessores de investimento. Assim, a dissertação propõe analisar a aplicação dos arts. 186 e 927 do Código Civil à cadeia de distribuição de títulos e valores mobiliários.

Embora os contratos entre intermediários e assessores sejam de natureza empresarial, os investidores contratam diretamente as corretoras e os bancos na qualidade de clientes. Grandes bancos costumam manter corretoras em seus conglomerados, o que leva à aplicação da Súmula 297 do Superior Tribunal de Justiça (“STJ”). Consequentemente, incide o Código de Defesa do Consumidor (“CDC”),

¹ Vide artigo 28, incisos I a VI da Resolução CVM 178/2023.

tornando sua análise crucial para a definição da responsabilidade civil dos intermediários.

2 PROBLEMA E HIPÓTESES

O problema da dissertação é definir o regime de responsabilidade dos intermediários pelos danos causados por seus assessores perante investidores, considerando a cadeia de distribuição, limites de atuação e atribuições regulatórias. Em relação ao problema, as hipóteses previstas no trabalho são:

(a) Os contratos entre intermediários e assessores devem ser considerados de natureza empresarial (FORGIONI, 2024).

(b) A preposição regulatória da CVM é diferente da preposição civil e comercial do Código Civil, exigindo análise distinta da responsabilidade decorrente dos atos do assessor de investimentos e assessor interno do intermediário.

(c) O regime de responsabilidade na cadeia de distribuição depende da separação das atribuições de cada agente e da natureza da conduta lesiva.

(d) Dada a forte regulação, agentes sofisticados e remuneração por *spreads/comissões*, os custos de transação podem variar conforme o regime de responsabilidade civil aplicado aos participantes do mercado.

(e) A solidariedade entre intermediário e assessor não se presume, conforme o art. 265 do Código Civil, e dependeria de previsão contratual ou da configuração de relação de consumo prevista no parágrafo único do art. 7º e nos arts. 18 e 25, §1º, do Código de Defesa do Consumidor (CDC).

(f) Danos de condutas dos assessores fora do mercado de capitais (como atividades financeiras, securitárias, previdência e capitalização), ou por terceiros, não geram responsabilidade do intermediário, salvo se também desempenhadas por ele, conforme art. 7º da Resolução CVM nº 178/2023 e Súmula nº 479 do STJ.

3 JUSTIFICATIVA

A CVM, ao contrário do modelo norte-americano, separou a assessoria de investimentos da consultoria e gestão de carteiras. Assessores são certificados pela Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (ANCORD), enquanto consultores e gestores têm certificação voluntária da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Todas as atividades requerem credenciamento prévio da CVM.

A CVM estabelece que essas atividades conflitam com gestão de carteiras, consultoria e análise de investimentos (art. 7º, §1º, I a III, Resolução CVM nº 178/2023). Além do conflito formal, a função pode gerar novos conflitos de interesse, pois o profissional atende simultaneamente ao intermediário e ao cliente, cujos interesses divergem (ROCHA, 2022). A justificativa do estudo não se limita aos danos aos investidores, mas inclui a relevância da atividade para o mercado e a necessidade de adequado tratamento jurídico.

O mercado de assessoria de investimentos transformou a distribuição de títulos e valores mobiliários no Brasil, ampliando a captação da poupança popular. Após a Instrução CVM nº 352/2001, os credenciamentos passaram de 47 (out/2001) para 8.319 (mai/2012), crescimento superior a 17.000% (REIS, 2023). Esse avanço acompanhou o crescimento econômico brasileiro, com média de 3,8% ao ano entre 2000 e 2010, chegando a 5,3% em 2009 (MANKIW, 2013). Com a desaceleração para 2,2% entre 2011 e 2014 (DA SILVA, 2016), o ritmo de credenciamentos caiu, retomando em 2017 e atingindo 12.790 em 2020 (REIS, 2023).

A ANCORD aponta crescimento contínuo: 17.056 credenciados em 2021, 22.037 em 2022, 25.019 em 2023 e 26.680 em 2024, alta superior a 105%, indicando tendência de expansão (ANCORD, 2021-2025). Além de atuarem em serviços

bancários, como crédito, consórcios e seguros, alguns assessores evoluíram para intermediários, caso da XP Investimentos, que começou como agente autônomo vinculado à corretora Diferencial, hoje em processo falimentar (FILGUEIRAS, 2019).

O crescimento dos assessores acompanhou a expansão do mercado de capitais, impulsionando estudos sobre responsabilidade civil e normas como a Lei nº 13.874/2019 e o Projeto de Lei nº 2.925/2023. Apesar da vasta produção acadêmica, ainda são escassos os trabalhos que abordam os intermediários e a distribuição de valores mobiliários. Esta dissertação busca reduzir essa lacuna ao avaliar a responsabilidade do intermediário pelos atos dos assessores, bem como os impactos dos custos de transação nos contratos e na condução das atividades, dentro de uma cadeia que viabiliza a captação da poupança popular para fomentar o mercado de capitais e a economia.

4 OBJETIVOS GERAIS E ESPECÍFICOS

A dissertação analisará a responsabilidade civil dos intermediários no mercado de capitais, considerando arranjos comerciais, institucionais e mercadológicos sob a ótica regulatória, doutrinária e econômica, com destaque para os custos de transação. Para isso, são estabelecidos os seguintes objetivos gerais e específicos:

(a) Examinar os pressupostos da responsabilidade civil (ato ilícito, nexo causal e dano) na atuação dos assessores como prepostos regulatórios, identificando se de origem contratual ou extracontratual. Será examinado o ato ilícito previsto no art. 186 do Código Civil e suas consequências, assim como serão definidos critérios para caracterização do dano e nexo causal e separadas as condutas dos assessores e intermediários para definição do regime em conexão com os ilícitos típicos ao dever de reparação.

(b) Diferenciar o assessor interno do assessor de investimentos segundo o modelo de preposição, produtos e arranjos institucionais, incluindo hipóteses societárias entre intermediários e assessores. Dessa forma, se pretende: diferenciar o modelo de preposição jurídica à luz do art. 1.169 do Código Civil, da Lei nº 4.886/1965 e da Resolução CVM 178/2023; examinar vínculos contratuais (exclusivos ou não); e avaliar arranjos societários dos assessores.

(c) Propor critérios para definir a natureza da responsabilidade civil dos intermediários, indicando qual dispositivo legal aplicável (CDC ou Código Civil) para conferir maior previsibilidade aos contratos. Para isso, busca-se: examinar a distinção entre obrigações de meios e de resultado à luz do CDC; verificar a aplicabilidade das Súmulas 297 e 479 do STJ às relações intermediário-investidor; e definir hipóteses de responsabilidade objetiva e subjetiva, conforme a natureza do ilícito e a conduta dos agentes.

(d) Analisar o impacto do regime de responsabilidade civil dos intermediários nos contratos, com base na análise econômica do direito e nos pressupostos da Nova Economia Institucional (“NEI”). Para explorar tal objetivo, o trabalho irá: investigar a sua repercussão na fase negocial; analisar seus custos na execução, especialmente quanto à fiscalização; e avaliar se a regulação atual permite ajustes contratuais para reduzir custos de transação.

5 REFERENCIAL E MARCO TEÓRICO

O referencial teórico será composto por revisão da literatura acadêmica, jurídica e econômica sobre contratos empresariais, mercado de valores mobiliários e dogmática civil, com foco na responsabilidade civil dos agentes da distribuição, especialmente assessores de investimento e intermediários.

O estudo dos contratos ocupa posição central na dogmática civilista brasileira, assim como nos países de tradição romano-germânica, em contraste com os sistemas de *common law*. No direito brasileiro, há vasta produção sobre o tema, destacando-se obras clássicas como Pontes de Miranda (1999), Pereira (2012), Gomes (2007) e Azevedo (2010).

Quanto ao funcionamento do mercado, sua estrutura regulatória e o sistema de distribuição com a atuação dos intermediários, destacam-se Lobo (2022), Yazbek (2009) e Eizirik et al. (2019). A responsabilidade civil dos agentes de mercado abrange não apenas os ilícitos típicos, mas também os danos decorrentes do risco da atividade, exigindo análise contextual. Para compreender esse instituto, destacam-se Cavalieri Filho (2012), Schreiber (2015); e, no contexto do mercado de capitais, Barbosa (2016), Di Biase (2023) e Renteria (2011).

Ao final, a dissertação pretende analisar os impactos da responsabilidade civil dos intermediários nos contratos da cadeia de distribuição de valores mobiliários e na representação dos agentes, dada sua relevância para as relações negociais no sistema. No campo dos contratos empresariais, merecem referência as contribuições de Forgioni (2008), Martins (2019) e Neves (2013).

Frank Knight (1921) introduziu a reflexão sobre riscos e incertezas no ambiente institucional, influenciando estudos sobre arranjos institucionais. A NEI tem como base os custos de transação descritos por Coase (1937). Williamson (1975), apoiado nas ideias de Knight e Coase, analisou as instituições como estruturas voltadas à redução desses custos, destacando impactos no monitoramento, execução e adaptação de contratos, além do comportamento oportunista nas relações negociais.

O marco teórico da dissertação baseia-se em dois estudos sobre assessores de investimento: Marques (2024) e Rocha (2022). A partir da análise do regime da

assessoria e dos conflitos de interesse na atividade, busca-se aprofundar o estudo da responsabilidade civil dos intermediários pelos atos dos assessores.

6 METODOLOGIA

A pesquisa será documental, doutrinária e jurisprudencial, abordando a responsabilidade civil no mercado de capitais e seus agentes. Adotar-se-á o método dedutivo, partindo de premissas gerais para analisar condutas potencialmente danosas e concluir sobre o regime aplicável e seus impactos na perspectiva da NEI e dos custos de transação.

REFERÊNCIAS PRELIMINARES

ANCORD – Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias. *Relatório anual ANCORD*. Disponível em: <<https://www.ancord.org.br/categorias/relatorio-anual-ancord/>>. Acesso em: 20 maio 2025.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio Jurídico: existência, validade e eficácia*. 4^a ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 10. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2012.

COASE, Ronald H. “The nature of the firm”. *Economica*, London, v. 4, n. 16, p. 386–405, nov. 1937.

DA SILVA, José Alderir. “O crescimento e a desaceleração da economia brasileira (2003–2014) na perspectiva dos regimes de demanda neokaleckianos”. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, Niterói, n. 44, p. 112–138, jun./set. 2016.

DE ALMEIDA, José Gabriel Assis. *A responsabilidade civil das corretoras de valores em face dos seus clientes em razão de desvio de operações: o caso da reespecificação direta e indireta de ordens*. In: HANSZMANN, Felipe (org.).

Atualidades em direito societário e mercado de capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

DI BIASE, Nicholas Furlan. *A responsabilidade civil do administrador e do gestor por danos ao fundo de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FILGUEIRAS, Maria Luíza. *Na raça: como Guilherme Benchimol criou a XP e iniciou a maior revolução do mercado financeiro brasileiro*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2019.

FORGIONI, Paula Andrea. *Contrato de distribuição*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

FORGIONI, Paula Andrea. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 9. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. Coordenação de Edvaldo Brito; atualização de Antonio Junqueira de Azevedo; Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertainty and profit*. Boston: Hart, Schaffner and Marx; Houghton Mifflin, 1921.

KRAAKMAN, Reinier H. *Corporate liability strategies and the costs of legal controls*. The Yale Law Journal, New Haven, v. 93, p. 857–898, 1984.

MARQUES, Vívian Costa. *Justificativas para a exigência de autorização estatal para a liberação do exercício de atividade econômica de analista de valores mobiliários, consultor de valores mobiliários, assessor de investimentos e administrador de carteira de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2023.

MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: contratos e obrigações comerciais*. 19. ed. rev. e atual. por Gustavo Saad Diniz. v. 3. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *A natureza jurídica das atividades das Bolsas de Valores*. Revista de Administração de Empresas, v. 26, p. 05-15, 1986.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado*. Atual. por Vilson Rodrigues Alves. t. 4. Campinas: Bookseller, 1999.

NEVES, Thiago Ferreira Cardoso. *Contratos mercantis*. São Paulo: Atlas, 2013.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. 10. ed. rev. e atual. por Gustavo Tepedino. Rio de Janeiro: GZ Ed., 2012.

REIS, Alexandre Magno de Andrade. *Agentes autônomos de investimento: uma análise sobre a ótica do problema Principal-Agente*. 2023. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) – Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, São Paulo, 2021.

RENTERIA, Pablo. *Obrigações de meios e de resultado: análise crítica*. São Paulo: Forense, vol. 9, 1. ed. 2011.

ROCHA, Daniel Favoretto. *Servindo a dois soberanos no mercado de capitais: conflito de interesses e os regimes jurídicos de assessores de investimento*. 2022. Dissertação (Mestrado Acadêmico em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2022.

SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil: da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

WILLIAMSON, Oliver E. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. New York: Free Press, 1975.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. São Paulo: Elsevier, 2009.