

**Inspira**

LLM Direito dos Mercado Financeiro e de Capitais

Mariana Guerra Cintra

Os limites da responsabilidade do administrador fiduciário frente aos demais prestadores de serviços de fundos de investimento constituídos com base na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.

**São Paulo**

2021

Mariana Guerra Cintra

Os limites da responsabilidade do administrador fiduciário frente aos demais prestadores de serviços de fundos de investimento constituídos com base na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.

Monografia apresentada ao programa de LLM Direito dos Mercado Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para a obtenção do título pós-graduado em Direito.

Orientador: Prof<sup>a</sup>. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

**São Paulo**

2021

CINTRA, Mariana Guerra.

Os limites da responsabilidade do administrador fiduciário frente aos demais prestadores de serviços de fundos de investimento constituídos com base na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.

Mariana Guerra Cintra. – São Paulo, 2021.

50 f.

Monografia (pós-graduação *Latu Senso* em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais - LLM) – Insper, 2021.

Orientador: Profa. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Indústria de fundos de investimento brasileira. 2. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. 3. Responsabilidade solidária do administrador fiduciário. 4. Dinamismo nos Mercados Financeiros e de Capitais brasileiro e o administrador fiduciário.

## Resumo

Com a evolução da indústria de fundos de investimento no Brasil, em razão do dinamismo ao qual o mercado de capitais brasileiro está inserido, nos leva a estudar, com mais detalhes, os limites da solidariedade da responsabilidade, direta e indireta, do administrador fiduciário frente aos prestadores de serviços dos fundos de investimento constituído com base na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, sob sua administração, quando a ele é incumbido o papel de representante legal do patrimônio dos investidores, atuando de forma diligente na administração do patrimônio de terceiros (investidores), buscando atender os objetivos de investimento desses quando da entrega de seus recursos para a constituição do condomínio, garantindo a confiança em tal produto de investimento coletivo, o equilíbrio do mercado de capitais e economia nacional, bem como o nível de competitividade dos fundos nacionais com os do mercado internacional. O trabalho será desenvolvido partindo da apresentando da evolução histórica da indústria de fundos de investimento brasileira, com o foco na regulamentação e como o veículo de investimento fundos de investimento passou a ser uma opção escolhida pelo investidor brasileiro como forma de investir seu patrimônio. A apresentação da evolução histórica é uma forma de entender a situação presente e a razão das suas constantes inovações.

Palavras-chave: 1. Indústria de fundos de investimento brasileira. 2. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. 3. Responsabilidade solidária do administrador fiduciário. 4. Dinamismo nos Mercados Financeiros e de Capitais brasileiro e o administrador fiduciário.

## **ABSTRACT**

With the evolution of the investment fund industry in Brazil, due to the dynamism to which the Brazilian capital market is inserted, it leads us to study, in more detail, the limits of solidarity, direct and indirect, of the liability of the administrator towards the providers of service of investment funds established based on CVM Instruction No. 555, of December 17, 2014, under your management, when the administrator is responsible for the role of legal representative of investors' assets, acting with diligence in the management of third-party assets (investors), seeking to fulfill its investment objectives in the delivery of its resources for the constitution of the condominium, ensuring confidence in this collective investment product, the balance of the capital market and the national economy, as well as the level of competitiveness of national funds with those of the international market. The work will be developed from presenting the historical evolution of the Brazilian investment fund industry, with a focus on regulation and how investment funds in investment vehicles have become an option chosen by Brazilian investors as a way of investing their assets. The presentation of historical evolution is a way of understanding the current situation and the reason for its constant innovations.

Keyword: 1. Brazilian investment fund industry. 2. CVM Instruction No. 555, of December 17, 2014. 3. Joint and several liability of the administrator. 4. Dynamism in the Brazilian Financial and Capital Markets and the administrator.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	7
<b>2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIRA</b> .....	11
2.1. Breve Histórico da origem dos fundos de investimento no mundo .....	11
2.2. A origem do Mercado de Capitais no Brasil e a criação da CVM .....	13
2.3. Fundos de investimento no Brasil .....	18
<b>3. O VEÍCULO "FUNDO DE INVESTIMENTO" CONSTITUÍDO COM BASE NA INSTRUÇÃO CVM Nº 555, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2014</b> .....	25
3.1. Aspectos Gerais .....	25
3.2. As Classificações Legais dos Fundos de Investimento, de acordo com a Instrução CVM 555 .....	30
3.3. Os Seus Prestadores de Serviço .....	31
<b>4. A FIGURA DO ADMINISTRADOR FIDUCIÁRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO CONSTITUÍDOS COM BASE NA INSTRUÇÃO CVM Nº 555, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2014 E OS CONFLITOS COM OS DEMAIS PRINCIPAIS PRESTADORES DE SERVIÇO</b> .....	33
4.1. Administrador Versus Gestor .....	33
4.2. Administrador Versus Custodiante.....	35
4.3. Administrador Versus Distribuidor.....	36
<b>5. OS IMPACTOS DO DINAMISMO DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS BRASILEIRO NA FIGURA DO ADMINISTRADOR FIDUCIÁRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO CONSTITUÍDOS COM BASE NA INSTRUÇÃO CVM Nº 555, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2014</b> .....	38
5.1. Ordenamento Jurídico Brasileiro e a Hierarquia de Normas .....	38
5.2.Os impactos da Lei da Liberdade Econômica na Responsabilização do Administrador Fiduciário Frente aos Demais Prestadores de Serviço dos Fundos de Investimento Constituídos com Base na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 .....	41
<b>6. CONCLUSÃO</b> .....	44
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	

## 1. INTRODUÇÃO

A responsabilização do administrador fiduciário pela atuação dos prestadores serviços legalmente exigidos para o funcionamento regular de um fundo de investimento constituído com base na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (“Instrução CVM 555”) é um tema que atualmente está cada vez mais na pauta de discussões relevantes do mercado financeiro e de capitais brasileiro.

Primeiramente, cabe esclarecer que o exercício profissional da administração fiduciária, nos termos legais, demanda, dentre outras obrigações subjacentes, a atuação diligente na administração do patrimônio de terceiros (investidores), buscando atender os objetivos de investimento desses quando da entrega de seus recursos ao profissional especializado. Ainda, espera-se de tal profissional especializado a atuação junto aos seus clientes com a devida fidúcia, construindo e mantendo uma relação de confiança na prestação de seus serviços. O administrador fiduciário deve atuar com diligência e lealdade, em estrita observância aos deveres fiduciários que lhe são moralmente e legalmente exigidos de seus clientes e órgãos reguladores.

Em linha ao acima disposto, de acordo com a Instrução CVM 555, norma aplicável a constituição, administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, o administrador fiduciário é o representante legal de um fundo de investimento, recaindo sobre ele, diretamente e indiretamente, a responsabilidade pelo funcionamento e manutenção do fundo de investimento sob sua administração, podendo ele prestar o conjunto de serviços legalmente exigidos ao fundo de investimento ou, caso assim entenda necessário, terceirizar a prestação de determinados serviços para profissionais especializados e devidamente credenciados, mediante contratação formal com a sua interveniência, em nome do fundo.

Tendo em vista o cuidado exigido do administrador fiduciário com o patrimônio dos investidores e a possibilidade de terceirização da prestação de serviços ao fundo de investimento sob sua administração, cabe discussão sobre os limites da responsabilidade direta e/ou indireta do administrador fiduciário frente a esses investidores e prestadores de serviços, principalmente diante da crescente expansão do mercado de fundos de investimento brasileiro.

Cabe mencionar, nesse sentido, que no encerramento do mês de maio de 2021, o mercado brasileiro contava com o patrimônio de R\$ 10.020.957.500.000 (dez trilhões, vinte bilhões, novecentos e cinquenta e sete milhões e quinhentos mil reais) investidos em mais de 23.965 (vinte e três mil novecentos e sessenta e cinco) fundos de investimento constituídos em observância a Instrução CVM 555, de acordo com o ranking da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”)<sup>1</sup>.

Diante disso, o tema sobre os limites da responsabilidade do administrador fiduciário frente aos demais prestadores de serviços de fundos de investimento constituídos com base na Instrução CVM n° 555 fomentará a reflexão e o debate sobre a extensão desta responsabilidade, à luz da legislação e dos investidores.

Com a recente mudança das lideranças do Poder Executivo brasileiro, as atenções estão direcionadas na retomada da economia do país, com a proposta de um conjunto de alterações legislativas pelo setor responsável do Executivo. Nessa linha, interessante registrar a influência direta do comportamento do mercado e de seus participantes nas regras de seu funcionamento, as quais passam por atualizações constantes.

Como exemplo, em 30 de abril de 2019, o Poder Executivo deu um dos passos na direção da execução da sua meta econômica com a edição da antiga Medida Provisória n° 881 (“Medida Provisória 881”), apresentando diversas alterações regulatórias pautadas em liberdade econômica. Dentre os temas tratados em referida medida está o da responsabilização do administrador fiduciário e demais prestadores de serviço de um fundo de investimento, bem como do próprio investidor.

Segundo o presidente da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), Marcelo Barbosa, em entrevista concedida ao Valor Econômico<sup>2</sup>:

A MP 881 tem potencial de dar clareza e segurança a pelo menos dois temas. Um é em relação à responsabilidade dos investidores, algo que é essencial e vem trazer segurança, clareza e razoabilidade. E de outro lado, o aspecto que se olhava com alguma dúvida sobre o que cabe a cada um dos prestadores de serviços.

---

<sup>1</sup>CONSOLIDADO HISTÓRICO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO. MAIO/2021. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm). Acesso em: 25 junho 2021

<sup>2</sup> SCHINCARIOL, Juliana. **Para a CVM, MP da Liberdade Econômica traz clareza e segurança para o mercado de fundos**. Valor Econômico, São Paulo, 9 de agosto de 2019. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/6383875/para-cvm-mp-da-liberdade-economica-traz-clareza-e-seguranca-para-mercado-de-fundos>> Acesso em 09 de agosto de 2019.

Em 20 de setembro de 2019, o presidente Jair Bolsonaro sancionou a Lei nº 13.874, comumente denominada “Lei da Liberdade Econômica”, resultante da Medida Provisória 881. Tal lei “*institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica e estabelece garantias de livre mercado*”<sup>3</sup> e, sob a ótica do tema a ser esmiuçado, “*cria um marco legal para a indústria de fundos ao determinar limites de responsabilidades para prestadores de serviços e investidores e ao promover a inovação*”<sup>4</sup>.

Tendo em vista a atuação do administrador fiduciário à luz da regulamentação específica sobre fundos de investimento em vigor, bem como o crescimento acelerado do mercado desse veículo de investimento no mercado brasileiro, conforme demonstra os dados obtidos junto à entidade autorreguladora, conforme apresentado acima, e o entendimento político que engloba o tema, faz-se necessário um olhar técnico e crítico para o assunto, de forma a resguardar o equilíbrio do mercado financeiro e de capitais brasileiro, sendo que por vezes a imposição normativa tornou-se inimiga do exercício das atividades de referido mercado.

A CVM – órgão regulador de fundos de investimento - dispõe que a administração fiduciária de fundo de investimento é 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 especializados, por ele contratados, por escrito, em nome do fundo, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado.

Tal contratação será feita pelo fundo de investimento, representado pelo seu administrador fiduciário, o qual deverá figurar no contrato como interveniente anuente. Por exigência do órgão regulador, no contrato deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador fiduciário do fundo de investimento e os terceiros contratados por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.

---

<sup>3</sup> Redação/WS. **Bolsonaro sanciona a Lei da Liberdade Econômica**. Câmara dos Deputados, 20 de setembro de 2019. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/588685-bolsonaro-sanciona-a-lei-da-liberdade-economica/>> Acesso em 26 novembro 2019.

<sup>4</sup> Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Lei da Liberdade Econômica diminui burocracias e estimula a competitividade na indústria de fundos**. Notícias ANBIMA, São Paulo, 24 de outubro de 2019. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/noticias/lei-da-liberdade-economica-diminui-burocracias-e-estimula-a-competitividade-na-industria-de-fundos-8A2AB2B96D4C0F87016E040ACC2D7A73.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/lei-da-liberdade-economica-diminui-burocracias-e-estimula-a-competitividade-na-industria-de-fundos-8A2AB2B96D4C0F87016E040ACC2D7A73.htm)> Acesso em 26 novembro 2019.

Dessa forma, considerando que o tema é tratado expressamente na regulamentação vigente, não há o que ser contestado sobre o fato da responsabilidade do administrador fiduciário e os demais prestadores de serviço do fundo de investimento contratados ser solidária.

Porém, sem prejuízo do acima disposto, e com a sanção da Lei nº 13.874, o regulamento do fundo de investimento autorizou a limitação da responsabilidade dos prestadores de serviços contratados, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade. Por mais que tal situação esteja em linha com o movimento do mercado de fundos de investimento, por ser imposta pelo Poder Executivo, abrirá espaço para debates, inclusive sobre a competência para regular o tema e conflito de normas.

Diante do disposto acima, o tema a ser desenvolvido no trabalho fundamentará e solidificará o tema sobre os limites da responsabilidade do administrador fiduciário perante os terceiros por ele contratados em nome dos fundos de investimento que administra, bem como os investidores e ao mercado como um todo.

## **2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIRA**

Para conhecermos a história de fundos de investimento no Brasil, é necessário, nesse primeiro momento, voltarmos nossa visão para o mundo e os fatos históricos da época, tendo em vista que tal produto de investimento adentrou no mercado de capitais brasileiro já sendo conhecido no mercado externo.

### **2.1. Breve Histórico da origem dos fundos de investimento no mundo**

Analisando na história as formas de investimento coletivo que remetem a ideia atual de fundo de investimento, identificamos, durante o século XVII na França, o desenvolvimento de contrato financeiro e de investimento popular com o intuito de reunir pessoas em sociedade pelo banqueiro Lorenzo de Tonti, denominado tontina. Nesse esquema de investimento, os assinantes compartilhavam o risco de uma vida longa, onde cada assinante pagava uma quantia acordada para entrada ao fundo e, posteriormente, recebia juros anuais sobre o capital investido decorrentes do investimento do patrimônio total aportado até sua morte.

À medida que os membros morriam, seus direitos ao pagamento eram transferidos para os outros participantes, o que fazia com que o montante de cada pagamento contínuo aumentasse. Com a morte do último membro, o esquema era encerrado, com a destinação dos recursos de acordo com o acordado no seu documento de constituição.

Comparado ao fundo de investimento atual, a tontina tinha o objetivo de ser uma fonte de renda e não objetivava ser um produto para a diversificação de investimento e fonte de liquidez do investidor. Além disso, era vedada a transferência de titularidade do investimento aos herdeiros como herança, integrando ao patrimônio total o montante do investidor falecido, em benefício de todos os demais investidores.

Apesar da tontina ter sido utilizada, para o bem ou não, nas esferas privadas e/ou públicas na época, no final do século XVIII, ela deixou de ser um esquema popularmente utilizado, porém não se extinguindo totalmente, sendo utilizada entre particulares ou publicamente para levantar fundos para projetos específicos ao longo

do século XIX, mantendo-se viva até os dias atuais, regulamentadas na Europa pela Diretiva 2002/83/EC do Parlamento Europeu, sendo, contudo, vedadas na Itália.

Outra forma de investimento coletivo, este com estrutura mais próxima a dos fundos de investimento atuais, foi desenvolvida pelo corretor Abraham van Ketwich, por volta de 1774, na Holanda, diante do cenário de grande perda de seus clientes na English East India Company, que faliu por volta de 1772 e 1773 em decorrência de excesso de valor das empresas na época.

Abraham van Ketwich, com uma visão de diversificação de portfólio de investimento de seus clientes, constituiu o produto de investimento, com a ideia de consórcio, denominado *Eendragt Maakt Magt* (o primeiro produto de investimento dos seguintes por ele constituído em razão do sucesso da sua ideia). Pode-se afirmar que a ideia de Abraham van Ketwich foi a percussora dos fundos de investimento mútuo da atualidade: o produto visava mitigar riscos de perda via diversificação de investimentos, por meio de uma gestão profissional, constituído por classes de cotas; possuía um documento formal estabelecendo as regras de seu funcionamento (como paralelo, o regulamento dos fundos de investimento atuais); era devida remuneração pela administração dos recursos investidos; e possuía prazo de duração, sendo o valor devolvido aos investidores quando da sua liquidação.

Mas, pelos registros históricos, o primeiro fundo de investimento no mundo foi constituído na Suíça, em 1849, denominado "*Société civile Genèveise d'emploi de fonds*". Na sequência, em 1868, foi constituído o "*Foreign and Colonial Government Trust*" na Inglaterra. Tais fundos de investimento foram constituídos com o intuito de propagar a ideia de que os fundos de investimento são soluções de investimento robustas e competitivas para acesso do poupador comum, mitigando riscos por meio da diversificação das aplicações em uma diversidade de investimentos.

Após a estreia dos fundos de investimento na Europa, a partir de 1893, com a constituição do primeiro fundo mútuo para um público de investidores limitado, foi a vez dos Estados Unidos da América serem protagonistas dessa forma de investimento coletivo. Em 1907 foi constituído o "*Alexander Fund*", primeiro fundo de investimento a permitir resgates semestrais; e, em 1924, foi a vez do "*Massachusetts Investors Trust*", o primeiro fundo mútuo sem limitações ao número de investidores, que existe até hoje.

Com a expansão dos fundos mútuos no mercado norte-americano e a necessidade do governo dos Estados Unidos da América em regulamentar tal

mercado, visando a proteção dos investidores e, conseqüentemente, a manutenção do equilíbrio do mercado, foi publicada a *Securities Act of 1933* e seu subsequente adendo o *Securities Exchange Act of 1934*.

Com a publicação de referidas normas, passou a ser exigência regulatória a criação de registros dos fundos de investimento na *Securities and Exchange Commission* ("SEC"), bem como o fornecimento dos prospectos dos fundos e de relatórios informando as posições dos fundos e dos seus respectivos cotistas. Posteriormente, com o *Investment Company Act of 1940*, o governo dos Estados Unidos da América aumentou ainda mais as exigências regulatórias sobre os fundos mútuos americanos.

## **2.2. A origem do Mercado de Capitais no Brasil e a criação da CVM**

Enquanto o mundo buscava desenvolver e lançar novas formas de investimento coletivo, no Brasil, até a década de 60, muito em decorrência da influência ibérico lusitana, o investimento em imóveis era preponderante. Além disso, diante do ambiente econômico nacional de inflação crescente e a vigência da Lei da Usura, que limitava em 12% (doze por cento) ao ano a taxa máxima de juros, não havia o interesse dos brasileiros de investirem, mesmo que indiretamente, em títulos públicos ou privados.

Em 1964, com os militares no comando do Brasil, o objetivo para o mercado econômico nacional começou a ser desenhado para se tornar competitivo aos olhos do mercado internacional, com o intuito, principalmente de captação de recursos e progresso da economia brasileira. Com isso, iniciou-se um programa de grandes reformas na economia nacional, com a reestruturação do mercado financeiro e a publicação de diversas normas.

Dentre as edições normativas de destaque na época, com um olhar cronológico, estavam a:

- a) Lei nº 4.537, de 16 de julho de 1964: Criou a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional, uma modalidade de título público federal com o intuito de garantir ao detentor do título uma correção monetária, evitando assim que a inflação pudesse corroer as aplicações futuras;

- b) Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964: Criou o Banco Nacional da Habitação (“BNH”), as Sociedades de Crédito Imobiliário e as Letras Imobiliárias para financiamento a construções;
- c) Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 (conhecida como a lei da reforma bancária): Dispôs sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, neste com o destaque para a criação da Diretoria de Mercado de Capitais;
- d) Lei nº 4.728, de 14 de abril de 1965: Criou o Mercado de Capitais, estabelecendo medidas para o seu desenvolvimento. Dentre os temas apresentados em referida lei, bancos de investimentos são instituídos, criou-se obrigações reajustáveis e conversíveis para recuperação da imagem do título público com a correção monetária; foi instituída a abertura da bolsa de valores, para que as corretoras de valores pudessem transferir seus títulos de propriedade dentro de um formato de maior institucionalização de mercado. Com a vigência da Lei nº 4.728/65, mercado financeiro passou a ser estruturado com uma subdivisão em instituições com função claramente definida, baseada na especialização:
- Bancos Comerciais: instituições financeiras privadas ou públicas, com o objetivo principal proporcionar suprimento de recursos necessários para financiar, a curto e a médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços, as pessoas físicas e terceiros em geral;<sup>5</sup>
  - Banco de Investimentos: instituições financeiras privadas especializadas em operações de participação societária de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e de administração de recursos de terceiros;<sup>6</sup>

<sup>5</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/bc.asp?frame=1>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

<sup>6</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/bi.asp?frame=1#:~:text=Os%20bancos%20de%20investimento%20s%C3%A3o,administra%C3%A7%C3%A3o%20de%20recursos%20de%20terceiros>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

- Companhias de Crédito e Financiamento: instituições privadas que fornecem empréstimo e financiamento para aquisição de bens, serviços e capital de giro;<sup>7</sup>
- Companhias de Crédito Imobiliário: um tipo de instituição financeira especializada no financiamento habitacional, integrante do Sistema Financeiro da Habitação (“SFH”). O seu foco consiste no financiamento para construção de habitações, na abertura de crédito para compra ou construção de casa própria e no financiamento de capital de giro a empresas incorporadoras, produtoras e distribuidoras de material de construção;<sup>8</sup>
- Corretoras de Valores Mobiliários e Distribuidoras de Valores: intermediam a negociação de títulos e valores mobiliários entre investidores e tomadores de recursos nos mercados financeiro e de capitais e no mercado cambial;<sup>9</sup> e
- Agentes Autônomos: pessoas físicas que atuam como prepostos, e sob a responsabilidade, dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, especialmente as corretoras.<sup>10</sup>

O mercado de capitais brasileiro inicialmente regulado, garantindo ao investidor um sentimento de organização e fiscalização, e, principalmente, os diversos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, levaram os investidores confiantes a injetarem recursos no mercado acionário brasileiro com rapidez, porém, sem que houvesse, em contrapartida, a emissão de novas ações das empresas na mesma velocidade, gerando uma forte onda especulativa, o que elevou as cotações das ações dentre dezembro de 1970 e julho de 1971. Resultando disso foi o conhecido “boom de 1971” da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Em julho de 1971, com um cenário de maiores preços das ações, aqueles investidores mais experientes começaram a vender suas posições. Muitos outros

<sup>7</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/financeiras.asp?frame=1>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

<sup>8</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sociedadecreditoimobiliario>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

<sup>9</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/corretoras\\_distribuidoras.asp?frame=1#:~:text=A%20corretoras%20de%20t%C3%ADtulos%20e,investidores%20e%20tomadores%20de%20recursos](https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/corretoras_distribuidoras.asp?frame=1#:~:text=A%20corretoras%20de%20t%C3%ADtulos%20e,investidores%20e%20tomadores%20de%20recursos)>. Acesso em: 05 jun. 2021.

<sup>10</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <[https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/sistema\\_distribuicao/Agentes\\_autonomos.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/sistema_distribuicao/Agentes_autonomos.html)>. Acesso em: 05 jun. 2021.

investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa em decorrência do início de venda das posições pelos mais experientes, também procuravam vender seus títulos. Em paralelo, as empresas começaram a emitir novas ações para compensar a alta procura inicial, aumentando a oferta de ações. Porém o cenário já havia mudado - a balança da procura e oferta se inverteu.

Tal evento teve curta duração, mas suas consequências duraram pelos anos seguintes, com o cenário de um mercado receoso e deprimido. Algumas ofertas de ações de empresas frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma inesperadamente duradoura a reputação do mercado acionário.

Diante disso, o Governo Federal apresentou diversos incentivos para a retomada do mercado acionário, na tentativa de desestagnar tal mercado, mas também, como forma de evitar que ocorresse novamente a desorganização que gerou o boom de 1971, publicou duas novas normas, em vigor até hoje. Tais normas foram novos marcos na história do mercado de capitais brasileiro:

- a) Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976: está foi a segunda Lei do Mercado de Capitais que, dentre as novidades, criou a CVM, como uma instituição governamental com o objetivo de regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas; e
- b) Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: conhecida até hoje como a “Lei das Sociedades por Ações”, foi editada com o intuito de modernizar as regras que regiam as sociedades por ações, tornando mais robusta as regras do mercado acionário, que até então era regulado pelo Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940.

Como destaque das novas normas publicadas em 1976, a criação da CVM para a indústria de fundos de investimento no Brasil passou a ser crucial. Como uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia por meio da Medida Provisória nº 8 publicada em 2001 e posteriormente convertida na Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, e autonomia financeira e orçamentária, foi criada com o objetivo de, dentre outros, *fiscalizar e*

*inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários.*<sup>11</sup>

Além da criação da CVM, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, trouxe o importante conceito de valores mobiliários para o Mercado de Capitais brasileiro. Embora inicialmente ter sido um rol restritivo, sua ineficiência frente à crescente criatividade no lançamento de novos produtos financeiros no decorrer dos anos obrigou o legislador, por meio da edição da Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, a ampliar o conceito de valor mobiliários, abrangendo, mas não de forma exaustiva, as modalidades de captação pública de recursos.

De acordo com essa nova definição:

São valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.<sup>12</sup>

Mesmo com os novos incentivos fiscais e atualizações normativas do Governo Federal, o mercado de capitais brasileiro não teve o crescimento esperado após o boom de 1971, ainda que a tentativa do Governo Federal tenha trazido um pouco de ânimo para os empresários e tenha havido um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados durante a década de 1980.

Foi a partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, que o cenário começou a alavancar, com o aumento do volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Ademais, empresas brasileiras tiveram o interesse e se aventuraram ao começar a acessar o mercado externo, listando suas ações em bolsas de valores estrangeiras

---

<sup>11</sup> BENAMOR, Elizabeth Piovezan. **TOP Programa de Treinamento de Professores** - Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 60 p. Disponível em:

<[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf)>. Acesso em: 05 jun. 2021.

<sup>12</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 7 dez. 1976. Disponível em: <[planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>

sob a forma de ADR (*American Depositary Receipts*<sup>13</sup>), com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Em paralelo a todo esse cenário ao longo dos anos, a indústria de fundos buscou se adequar aos movimentos da economia brasileira. Atualmente, é possível enxergar um ambiente marcado pela autorregulação e pela transparência, mas em constante adequação aos cenários internacionais, visando manter a competitividade. Os fundos de investimentos são peças fundamentais para o fortalecimento de qualquer economia.

### 2.3. Fundos de investimento no Brasil

Os fundos de investimento no Brasil iniciaram algumas décadas após tal produto de investimento ter sido lançado nos Estados Unidos da América, trazido deste país para o território nacional com a missão de romper o cenário agrário dos coronéis da época e criar uma classe média, dando um aspecto de modernidade ao Brasil.

Mesmo diante de um cenário econômico brasileiro nada competitivo com o mercado de capitais mundial, com o país sob a direção de Juscelino Kubitschek e seu ideal de crescimento do país, o surgimento da indústria automobilística no Brasil, em 18 de janeiro de 1957, passou a ser um chamariz de investidores norte-americanos. Nesse momento ocorreu o lançamento do Fundo Brasileiro de Participações Industriais e Comerciais – o “Fundo Crescinco”, resultante da parceria do grupo Rockefeller com o Banco Deltec.

Os fundos foram vistos como um excelente instrumento para permitir o acesso da classe média ao mercado de capitais, ou seja, à economia moderna. Nos Estados Unidos, eles existiam desde 1924. Nessa época foi lançado o Massachusetts Investors Trust, que rendeu 13,2% em 2006 (sim, ele ainda existe e está aberto a captações; investe basicamente em ações de grandes empresas). Começaram timidamente e conquistaram uma legião de

---

<sup>13</sup> BENAMOR, Elizabeth Piovezan. **TOP Programa de Treinamento de Professores** - Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 83 p. Disponível em: <[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf)>. Acesso em: 05 jun. 2021.

clientes em poucos anos. A ideia dos norte-americanos era reproduzir a experiência por aqui.<sup>14</sup>

Com a propaganda de “economize hoje, descansa amanhã”, o Fundo Crescinco era constituído com condomínio aberto e resgate imediato, cujo objetivo previa o investimento do seu patrimônio em ações de multinacionais, distribuído ao mercado nacional, este que possuía uma estrutura precária na época, com as funções do atual Banco Central do Brasil e da CVM sendo exercidas pelo Banco do Brasil.

Na época, a legislação responsável pela criação do embrião dos fundos no Brasil em forma de condomínio foi a Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958, a qual regravava sobre a legislação de imposto de renda. Referida lei diferenciou a tributação dos fundos com base nas regras das sociedades anônimas.

Em seguida, com a instituição do Mercado de Capitais no Brasil, pela Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, foi o marco inicial da regulamentação dos fundos de investimento.

Essa novidade legislativa no mercado brasileiro, mesmo que de forma lenta e embrionária, levou o governo a publicar, em 30 de novembro de 1959, a Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda, regulamentando a constituição de fundos de investimento em condomínio, com regras de tributação próprias e com possibilidade de resgate de cotas. Após esse pequeno marco regulatório, foi constituído, em 1960, o fundo de investimento Atlântico; em 1961, o Condomínio Deltec; e em 1964, o Halles e Vera Cruz.

Em 10 de fevereiro de 1967, em meio a um mercado de ações precário, restrito a poucas empresas sem liquidez, e dependente de incentivos do Governo Federal para expandir, foi publicado o Decreto-Lei nº 157. Por meio de tal decreto ficou autorizado aos contribuintes pessoas físicas utilizarem 10% (dez por cento), e contribuintes pessoas jurídicas, 5% (cinco por cento), do seu imposto de renda a pagar para investimentos no mercado acionário, desde que os recursos fossem aplicados em fundos de investimento destinados a comprar ações e debêntures conversíveis em ações, com prazo de, inicialmente, no mínimo 2 (dois) anos para resgate.

---

<sup>14</sup> GRADILONE, Cláudio. **Fundos de Investimento 50 Anos de História**. Revista Capital Aberto. Publicação Especial. Maio. 2007. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/assets/basic-html/index.html#13>>. Acesso em 19 jun. 2021.

A ideia era brilhante em teoria, pois visava fornecer capital de longo prazo para as empresas. Na prática, os fundos 157 ficaram registrados como um episódio polêmico na história do mercado decapital. “Eles mantiveram a indústria de fundos viva após o crash de 1971, mas apresentavam alguns problemas estruturais sérios”, diz o consultor Julius Buchenrode, que atuou com grande destaque no mercado de capitais nos anos 80 e 90. “Não eram vistos pelo cotista como um investimento, mas sim como saída para pagar menos imposto de renda.” Com isso, o investidor não se preocupava muito em acompanhar a rentabilidade dos fundos.<sup>15</sup>

Em decorrência da falta de fiscalização pelos órgãos reguladores da época, bem como a falta de interesse dos investidores em acompanhar suas aplicações, os fundos 157 passaram a ser fonte de renda para as instituições administradoras, impactando ainda mais no patrimônio dos seu cotistas.

Com o passar dos anos, os incentivos do Decreto-Lei nº 157 foram revogados e/ou alterados e o patrimônio dos fundos 157 foram incorporados a outros fundos de investimento em ações. Por algum tempo os recursos investidos foram esquecidos pelos seus cotistas, o que levou a CVM, no final dos anos 90, a lançar uma campanha de esclarecimento ao mercado, em busca dos titulares dos recursos, para o resgate.

Por mais que a experiência dos fundos 157 pareçam desastrosa, foram esses fundos que mantiveram a indústria de fundos de investimento brasileira ativa e colaborou para as consequências do boom de 1971 não terem sido mais devastadoras para as empresas que sofreram prejuízo, mantendo o fluxo de caixa por meio dos seus investimentos.

Apenas em 14 de abril de 1970, com a publicação da Resolução nº 145 do Banco Central do Brasil, os fundos de investimento passaram a ter uma legislação específica. Revogando a Portaria nº 309 acima mencionada, tal Resolução nº 145 do Banco Central do Brasil lançou os Fundos Mútuos de Investimento, constituídos sob a forma de condomínios abertos, condicionada a autorização prévia para o seu funcionamento pelo próprio Banco Central do Brasil, com o objetivo de reunir recursos de investidores pela emissão de títulos próprios para a aquisição de ativos em conjunto. Ainda, por meio da Resolução nº 145 foi estabelecido que as instituições autorizadas para o exercício da administração dos Fundos Mútuos de Investimento

---

<sup>15</sup> GRADILONE, Cláudio. **Fundos de Investimento 50 Anos de História**. Revista Capital Aberto. Publicação Especial. Maio. 2007. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/assets/basic-html/index.html#13>>. Acesso em 19 jun. 2021.

seriam os Bancos de Investimento, as Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e as Sociedades Corretoras.

Em 7 de dezembro de 1976, a história da indústria de fundos de investimento brasileira foi marcada por uma regulamentação importante, com a publicação da Lei nº 6.385 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, sob supervisão do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional. Tal lei e seus aspectos relevantes já foram tratados anteriormente no presente estudo.

No final da década de 70, com a economia brasileira impactada pelo boom de 1971, era grande o desinteresse por investimento acionário, mesmo que indiretamente, via fundos de investimento. Observava-se um movimento pela procura de títulos de renda fixa, como letras de câmbio ou até mesmo as cadernetas de poupança.

Como forma de se adequar a esse movimento, o mercado criou os fundos de investimento de renda fixa, resultado da análise da brecha legal dos fundos de investimento em ações, que exigiam o investimento mínimo de 60% (sessenta por cento) do seu patrimônio líquido em debentures conversíveis em ações, sendo que os 40% (quarenta por cento) restantes poderiam ser investidos em títulos públicos e certificados de depósitos bancários. O primeiro fundo de investimento de renda fixa no Brasil foi o CSC-7, administrado pelo Banco Crefisul<sup>16</sup>.

Após um período de calma nas novidades na indústria de fundos de investimento no Brasil, em 28 de fevereiro de 1986 deu-se início a série de planos econômicos que sacudiram a economia nacional, atingindo, especialmente, o patrimônio da população e, indiretamente a forma de investimento em fundos.

---

<sup>16</sup> **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, p. 49, 9 de set. 1986. Seção 1. Disponível em: <<https://www.jusbrasil.com.br/diarios/3581252/pg-49-secao-1-diario-oficial-da-uniao-dou-de-09-09-1986>>. Acesso em 05 jun. 2021.

Com o Plano Cruzado<sup>17</sup>, foi implementada a tablita<sup>18</sup> como forma forçada de redução de rentabilidade de todos os títulos, inclusive aqueles que foram adquiridos pelos fundos de investimento. Restavam as ações, que não sofreram nenhuma intervenção do Governo Federal, levantando a bolsa de valores, pós boom de 1971, com patamares elevados de preços das ações.

Novamente, os fundos de investimento em ações se tornaram atrativos, podendo esse ter sido um excelente retorno do produto. Porém, diante da euforia no mercado acionário e temendo novamente o cenário de preços das ações despencando, o Governo Federal determinou que a gestão do fundo de investimento estaria limitada a 90% (noventa por cento) do seu patrimônio, vedado o investimento em ações.

Em janeiro de 1989 foi decretado pelo Governo Federal o Plano Verão. Os prejudicados da vez seriam os fundos de investimento em renda fixa. Uma das medidas do Governo Federal foi retirar a correção pela inflação de 300% (trezentos por cento) dos títulos OTN - Obrigações do Tesouro Nacional, deixando apenas os juros anuais contratado.

Os Planos Collor I e Collor II, publicados, respectivamente, em 1990 e 1991, impactaram o mercado de fundos de investimento de forma inicialmente negativa, obrigando o mercado a novamente se refazer para apresentar novas opções aos investidores.

Com o Plano Collor I, houve o confisco de todas as aplicações financeiras e a substituição do “overnight”<sup>19</sup> pelo chamado Fundo de Aplicação Financeira (FAF), este

---

<sup>17</sup> O governo Sarney implementou, em 28 de fevereiro de 1986, um plano de combate à inflação que ficou conhecido como Plano Cruzado, o nome da nova moeda brasileira que substituiu o cruzeiro. Este plano surgiu como uma esperança para a população brasileira que, na época, se defrontava com uma trajetória ascendente da inflação, que atingiu uma taxa anual de 517% nos meses de janeiro e fevereiro de 1986, de acordo com o índice geral de preços da Fundação Getúlio Vargas. Nove meses depois, o Plano Cruzado fracassou pois a inflação voltou, e no primeiro bimestre de 1987 a taxa anual de inflação já estava em 337%.

BARBOSA, Fernando de Holanda. **A concepção do Plano Cruzado**. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/plano-cruzado>>. Acesso em 05 jun. 2021.

<sup>18</sup> O nome popular da tabela de preços resultante do congelamento dos preços, uma das medidas instituídas pelo fracassado Plano Cruzado.

Wikipédia. **Tablita**. Disponível em: <<https://pt.wikipedia.org/wiki/Tablita>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

<sup>19</sup> Overnight corresponde a algumas operações que os bancos realizam diariamente no mercado aberto, visando a conseguir recursos para financiar suas posições em títulos públicos. Tais títulos são repassados aos investidores, que devem comprá-los no dia seguinte mediante uma taxa diária.

REIS, Tiago. **Overnight: conheça a utilização desse termo do mercado de ações**. Suno Artigos, São Paulo, 19 de dezembro de 2018. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/overnight/>>. Acesso em 20 de jun. de 2021.

como a única aplicação com liquidez diária permitida pelo Plano. Pelas regras do FAF, era exigido uma carteira de investimentos com títulos públicos que nem haviam sido lançados e que seriam complexos para administrar. Com isso, a saída do mercado foi lançar fundos que investissem em FAFs, com a condução de uma gestão passiva. Nascia, assim, os fundos de fundos.

Em 1º de julho de 1994 entrou em vigor o Plano Real, trazendo novos desafios à indústria de fundos, que precisaram adaptar a sua estratégia as principais mudanças implementadas: a troca de todo o meio circulante, quando o real passou a se valorizar frente ao dólar, e a elevação violenta das taxas de juros. Felizmente, ao contrário dos Certificados de Depósito Bancário (“CDB”), os fundos de investimento tinham a vantagem de não pagar a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (“CPMF”), o que gerou uma forte migração dos investidores de CDB para os fundos.

Essa migração provocou um crescimento exponencial do mercado de fundos no Brasil. Em 1995, primeiro ano do Plano Real, o patrimônio dos fundos cresceu 17% em termos reais. No ano seguinte, avançaria mais 71%, para quase R\$ 300 bilhões. A maior parte do dinheiro novo veio de fundos de renda fixa, turbinados pelo interesse das empresas e de investidores estrangeiros em buscas elevadíssimas taxas de juros reais. Não por acaso, foi o ano do desembarque das gestoras internacionais.<sup>20</sup>

Os anos seguintes foram de recuperação e avanço da indústria de fundos de investimento brasileira. A cada nova intervenção do Governo Federal para proteger ou acelerar a economia nacional, o mercado de fundos se reinventava e se adaptava. A implantação da regra de “come-cotas”<sup>21</sup> pelo Pacote 51 do ministro da Fazenda, Pedro Malan; as crises mundiais a partir de 1997 na Ásia, na Rússia e a

<sup>20</sup> GRADILONE, Cláudio. **Fundos de Investimento 50 Anos de História**. Revista Capital Aberto. Publicação Especial. Maio. 2007. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/assets/basic-html/index.html#13>>. Acesso em 20 jun. 2021.

<sup>21</sup> O Imposto de Renda dos fundos de investimentos (exceto fundo de ações e fundos fechados) é recolhido no último dia útil dos meses de maio e novembro, em um sistema denominado “come-cotas”. Para esse recolhimento é usada a menor alíquota de cada tipo de fundo: 20% para fundos de tributação de curto prazo e 15% para fundos de tributação de longo prazo. Dessa forma, a cada seis meses os fundos automaticamente deduzem esse imposto de renda dos cotistas, em função do rendimento obtido pelo fundo nesse período.

Além disso, no momento do resgate da aplicação do investidor, se for o caso, será feito o recolhimento da diferença, de acordo com a alíquota final devida, conforme o prazo de permanência desse investimento no fundo.

BENAMOR, Elizabeth Piovezan. **TOP Programa de Treinamento de Professores - Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 121 p. Disponível em: <[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf)>. Acesso em: 05 jun. 2021.

impossibilidade de o Brasil sustentar as dívidas fiscais e a não flutuação do real (o que levou ao empréstimo do FMI em 1998); a falência do Banco Boavista em 1997; o calote da Argentina e a ameaça de apagão no Brasil, gerando a necessidade de marcação a mercado dos ativos na carteira dos fundos, um dos piores momentos de perda para a indústria na sua história<sup>22</sup>.

Até agosto de 2004, a regulação dos fundos de investimento no Brasil ficou dividida entre a Instrução CVM n° 302, de 05 de maio de 1999 e a Circular n° 2616 do Banco Central do Brasil, de 18 de setembro de 1995. A CVM, investida do seu poder legal de disciplinar e fiscalizar a constituição e funcionamento de fundos de investimento no Brasil, publicou a Instrução CVM n° 409, em 18 de agosto de 2004, a qual foi substituída, em 17 de dezembro de 2014, pela atual Instrução CVM n° 555.

A indústria de fundos de investimento no Brasil está constantemente buscando se adequar para manter uma competitividade com o mercado internacional, mas ainda o Brasil está atrás das maiores potências do mundo. Não há o que negar a evidente evolução até os dias atuais, mas não ainda é momento de parar e, sim, de correr para não ficar para trás.

---

<sup>22</sup> Dois números mostram o tamanho da encrenca: em dezembro de 2001, o patrimônio total da indústria era de R\$ 556 bilhões. Doze meses mais tarde, já passadas as piores lembranças da marcação, a indústria ainda amargaria saques de R\$ 116 bilhões, mais de 20% do total dos ativos. A mudança de ideia do BC havia custado caro à indústria.

GRADILONE, Cláudio. **Fundos de Investimento 50 Anos de História**. Revista Capital Aberto. Publicação Especial. Maio. 2007. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/assets/basic-html/index.html#13>>. Acesso em 20 jun. 2021.

### **3. O VEÍCULO "FUNDO DE INVESTIMENTO" CONSTITUÍDO COM BASE NA INSTRUÇÃO CVM Nº 555, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2014**

De acordo com a definição do artigo 3º, da Instrução CVM 555, “um fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

A constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento são regulados pela CVM por meio das diversas normas por ela publicadas. As instruções CVM publicadas tratam dos diversos tipos de fundos de investimento do mercado brasileiro, sendo o foco do presente estudo os fundos de investimento constituídos nos termos da Instrução CVM 555.

Ademais, por meio da celebração de Convênios, a CVM se utiliza dos serviços de outras entidades reguladoras e autorreguladoras do mercado financeiro e de capitais brasileiro para a cumprir, principalmente, com as suas funções legais de disciplinar e fiscalizar.

Dentre tais entidades, podemos destacar a ANBIMA, que é uma associação das instituições do mercado financeiro e de capitais brasileiro, que edita códigos com base em boas práticas, com o objetivo de garantir o equilíbrio dos mercados, e possui o poder de punição administrativa limitada aos seus associados.

#### **3.1. Aspectos Gerais**

O fundo de investimento é um veículo de investimento organizado sob a forma de condomínio, constituído por deliberação de um administrador, via instrumento particular, e regido pelas regras dispostas em seu regulamento. O funcionamento de um fundo de investimento nos termos da Instrução CVM 555 dá-se com o seu registro, pelo seu administrador, na CVM, sendo o seu funcionamento automaticamente concedido na data em que tal registro se realizar.

O objetivo na constituição do fundo de investimento é o de investir os recursos obtidos junto a um ou mais investidores (formando o patrimônio do fundo), sob a forma de um produto de investimento coletivo, buscando a rentabilidade do valor aplicado,

mesmo essa não sendo uma promessa ou garantia para esse tipo de produto de investimento.

O patrimônio de um fundo é dividido idealmente em cotas, que são de titularidade dos investidores (denominados cotistas quando detentores das cotas), na forma escritural e nominativa, na proporção do respectivo montante aportado frente ao patrimônio total. As cotas conferem aos cotistas iguais direitos e obrigações no condomínio e podem ser transferidas, nos limites da regulamentação vigente.

As cotas de um fundo de investimento têm seu valor calculado diariamente, com base no total do patrimônio líquido do fundo dividido pela quantidade de seus cotistas. As cotas dos fundos de investimento são, por definição do artigo 2º, inciso V, da Lei 6.385, valores mobiliários:

Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

[...]

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; [...]

Como forma de garantir a proteção dos investidores nos produtos de investimento, a CVM os classificou em grupos considerando o seu conhecimento e bagagem de mercado, como mitigante, inclusive, do risco de perda que são inerentes dos produtos de investimento.

Considerando que tal classificação se estende também para os fundos de investimento, quando da sua constituição, podemos ter tal veículo de investimento destinado para um público alvo composto por investidores em geral, investidores qualificados ou investidores profissionais. A especificação do público alvo do fundo de investimento impacta nos limites da sua política de investimento, partindo de limites conservadores, restrita ao disposto na regulamentação em vigor, para um público alvo investidores em geral, até uma política de investimento especialmente customizada a estratégia do investidor profissional.

Atualmente, um fundo de investimento pode ser constituído sob duas formas de condomínio: aberta, forma que permite aos cotistas solicitar o resgate de suas cotas de acordo com o estabelecido em seu regulamento; ou fechado, que permite o resgate das cotas somente quando do término do prazo de duração do fundo ou quando da sua liquidação, pela decisão dos cotistas tomada em assembleia geral própria ou em outras situações previstas em norma.

Além da forma de constituição do condomínio, o fundo de investimento pode alcançar seu objetivo por meio do investimento diretamente em ativos financeiros, de acordo com os limites permitidos legalmente e descritos no seu regulamento ou por meio do investimento preponderantemente em cotas de outros fundos de investimento, situação em que o fundo receberá na sua denominação a expressão “fundo de investimento em cotas de fundos de investimento”. Nesse último formato, o fundo buscará alcançar seu objetivo por meio de uma gestão passiva da carteira de investimento, pois acompanhará a rentabilidade dos fundos de investimento nos quais investir.

As principais regras relacionadas a constituição, funcionamento, divulgação de informações e dissolução de um fundo de investimento estão dispostas no seu regulamento, o qual é elaborado com, no mínimo, as informações que a CVM obrigatoriamente exige, conforme consta na regulamentação específica. Dentre tais informações, estão aquelas que impactam diretamente a decisão do investidor de aportar em determinado fundo de investimento, como objetivo e política de investimento, as taxas de administração, de performance e demais despesas geradas pelo fundo, e as regras de aplicação e resgate de cotas. Constam, também, a identificação dos prestadores de serviço de administração, gestão e custódia do fundo e as formas de divulgação de informações (muitas delas de forma eletrônica, padronizada, abrangente e equitativa, enviadas, inclusive, para a CVM para fiscalização do produto e serviços prestados ao mercado).

Importante, como forma de garantir a ciência do cotista sobre os termos e condições do fundo de investimento que ele escolheu para aportar seus recursos, bem como o conhecimento sobre os riscos que envolvem o fundo como veículo de investimento, é atestar tal ciência e concordância via a assinatura de termo de adesão e ciência de risco no ingresso no fundo, documento este elaborado com conteúdo mínimo exigido pela CVM, disponibilizado e arquivado pelo administrador.

Tendo em vista que um fundo de investimento é um produto de investimento coletivo, no qual os cotistas aportam seus recursos apostando em sua rentabilidade, a vontade deles, desde que não contrárias à regulamentação, é soberana. Dessa forma, é por meio da assembleia geral de cotistas, que é a instância máxima de

decisão de um fundo<sup>23</sup>, que temas relacionados ao fundo são apresentados para análise de todos os cotistas pelo seu administrador, para votação.

A Instrução CVM 555 dispõe em seu artigo 66 as seguintes situações que são de competência de deliberação dos cotistas do fundo de investimento, reunidos em assembleia:

Art. 66. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:

I – as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador;

II – a substituição do administrador, gestor ou custodiante do fundo;

III – a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo;

IV – o aumento da taxa de administração, da taxa de performance ou das taxas máximas de custódia;

V – a alteração da política de investimento do fundo;

VI – a emissão de novas cotas, no fundo fechado;

VII – a amortização e o resgate compulsório de cotas, caso não estejam previstos no regulamento; e

VIII – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 47.

Cabe destacar que as situações descritas em referido artigo da norma não são exaustivas, devendo o administrador, sempre que entender necessário e a matéria envolver alteração na estrutura vigente do fundo, apresentar o tema para análise e decisão dos cotistas.

As mudanças feitas no regulamento do fundo podem implicar em significativas alterações no seu funcionamento. Portanto, os cotistas devem acompanhar as assembleias e seus resultados, avaliando se as eventuais mudanças são de seu interesse e se o fundo continua atendendo a seus objetivos pessoais de investimento.<sup>24</sup>

A realização de uma assembleia geral de cotistas do fundo de investimento é de competência de seu administrador, que deverá observar rito descrito na regulamentação em vigor e eventual regra específica disposta no regulamento do fundo. Legalmente deve ocorrer, no mínimo, uma assembleia geral de cotistas por ano

---

<sup>23</sup> BENAMOR, Elizabeth Piovezan. **TOP Programa de Treinamento de Professores** - Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 110 p. Disponível em:

<[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf)>. Acesso em: 05 jun. 2021.

<sup>24</sup> BENAMOR, Elizabeth Piovezan. **TOP Programa de Treinamento de Professores** - Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 114 p. Disponível em:

<[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf)>. Acesso em: 05 jun. 2021.

– assembleia geral de cotistas ordinária - esta para a aprovação das contas e demonstrações financeiras do fundo.

Outra exigência da CVM no processo regulatório dos fundos de investimento, com o objetivo de garantir a transparência das informações aos investidores, de forma equânime, justa e transparente, é a divulgação de informações e resultados do fundo, composta por (i) informações essenciais para a tomada de decisão de investimento pelo investidor, que são apresentadas no regulamento e outros documentos do fundo; (ii) informações periódicas, tais como o valor da cota e do patrimônio líquido do fundo, extratos de posição do cotista; (iii) informações eventuais, quando da ocorrência de eventual ato ou fato relevante relacionado ao fundo de investimento ou seus ativos financeiros; (iv) demonstrativos contábeis, financeiros e de auditoria, que devem ser emitidas em até 90 (noventa) dias do encerramento do exercício social do fundo de investimento a que se refere, para análise dos cotistas e posterior realização da assembleia geral de cotistas ordinária; e (v) informações de distribuição e marketing dos fundos. Cabe destacar que, considerando que o administrador do fundo é o seu representante legal, ele quem deve cumprir com a divulgação de tais informações, sob pena de sofrer as penalidades legais.

Os fundos de investimento, como alguns outros produtos de investimento no mercado brasileiro, não contam com a garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Diante disso, caso a instituição financeira que presta o serviço de administração para o fundo de investimento falir, o cotista não contará com a salvaguarda do FGC, porém, considerando que a norma exige a total segregação de patrimônio entre o fundo de investimento e seu administrador, no caso de falência do seu administrador, os ativos financeiros de titularidade do fundo que não sejam de emissão do próprio administrador não serão afetados, podendo estes serem negociados para eventualmente salvar o patrimônio líquido do fundo e, conseqüentemente, os cotistas.

Outra característica do fundo de investimento é que este, em razão da necessidade de honrar com a remuneração dos prestadores de serviço contratados (os quais serão tratados ao longo do presente estudo), bem como com outras despesas geradas pelo funcionamento do fundo, este produto de investimento conta com os custos da taxa de administração (taxa anual, calculada e provisionada diariamente, e paga mensalmente ao administrador do fundo e/ou diretamente aos

prestadores de serviço) e os encargos, que são descontados diretamente do valor da cota, impactando, portanto, na rentabilidade do cotista.

### **3.2. As Classificações Legais dos Fundos de Investimento, de acordo com a Instrução CVM 555**

Como forma de rentabilizar os investimentos dos cotistas, o fundo de investimento aplica o seu patrimônio em ativos financeiros, por meio dos serviços prestados pelo gestor, que deve cumprir com os limites de investimento do fundo estabelecidos na sua política de investimento, disposta no seu regulamento. Além disso, os fundos de investimento constituídos de acordo com as regras da Instrução CVM 555, devem adquirir somente ativos financeiros que sejam registrados em sistema de registro, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos junto a instituições devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM para desempenhar referidas atividades, nas suas respectivas áreas de competência.

Em razão da diversidade de ativos financeiros disponíveis no mercado, a fim de auxiliar na identificação do perfil de investimento de um fundo de investimento, o regulador dividiu os fundos em categorias ou classificações, de acordo com os ativos financeiros que poderão compor sua carteira. De acordo com a Instrução CVM 555, são quatro as classificações de fundos de investimento, sem prejuízo das respectivas subclassificações:

- a) renda fixa: fundos que têm como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos. Tal classificação conta com as variáveis “Curto Prazo”, “Referenciado”, “Simples” – este foi uma novidade no mercado quando da publicação da Instrução CVM 555 - e “Dívida Externa”;
- b) ações: fundos que têm como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado. Tal classificação conta com as variáveis “Ações – BDR Nível I” e “Ações – Mercado de Acesso”;
- c) cambiais: fundos que têm como principal fator de risco de carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial;

- d) multimercado: fundos que possuem políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das classificações anteriores.

### **3.3. Os Seus Prestadores de Serviço**

Partindo do conceito que o fundo de investimento é constituído sob a forma de condomínio, é necessária a existência de uma figura que o represente frente aos investidores no mercado, aos seus cotistas, aos órgãos reguladores. O legislador nomeou o administrador fiduciário, devidamente credenciado e habilitado, para cumprir com tais funções. O administrador é aquele que constitui o fundo.

Restando essa função de representação ao administrador do fundo de investimento, a sua atuação deve ser fiel aos interesses dos cotistas do fundo que administrar, buscando atender aos seus objetivos de investimento, esclarecendo suas dúvidas, respondendo suas reclamações, além de garantir total transparência e imparcialidade na ampla e constante divulgação de informações aos cotistas, investidores e aos órgãos reguladores.

Como fonte de informações sobre o fundo de investimento que administrar, o administrador deve adotar políticas, práticas e controles internos necessários para manter atualizada, em perfeita ordem e à disposição dos cotistas, na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas e na regulação, toda a documentação relativa ao fundo e suas operações, as formalizações de ingresso e saída de cotistas dos fundos. Além disso, como forma de garantir a imparcialidade e atuação em prol do interesse dos cotistas, o administrador deve transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador, observada a exceção prevista na norma específica de fundos de investimento.

De acordo com a regulamentação em vigor, a prestação de serviços de administração ao fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo. Tal conjunto de serviços podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros formalmente contratados pelo fundo, por intermédio do administrador. Cabe destacar que, em decorrência do legislador dispor que originariamente todos os serviços sejam prestados ao fundo de investimento pelo seu administrador, caso este contrate algum

terceiro, em nome do fundo, para a prestação dos serviços para o seu funcionamento e manutenção, passará a existir um vínculo de solidariedade entre o administrador e o terceiro contratado por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à regulamentação em vigor e ao regulamento do fundo. Em linha com essa solidariedade, todos os prestadores de serviço que venham a ser contratados para o fundo devem ser fiscalizados pelo administrador.

Os serviços exigidos pela regulamentação vigente para o funcionamento e a manutenção de um fundo de investimento constituído sob as regras da Instrução CVM 555 são:

- a) gestão de carteira;
- b) consultoria de investimentos;
- c) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros;
- d) distribuição de cotas;
- e) escrituração da emissão e resgate de cotas;
- f) custódia de ativos financeiros;
- g) classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e
- h) formador de mercado.

No decorrer do presente estudo passaremos a analisar o comportamento do administrador frente a algum dos prestadores de serviço acima listados.

#### **4. A FIGURA DO ADMINISTRADOR FIDUCIÁRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO CONSTITUÍDOS COM BASE NA INSTRUÇÃO CVM N° 555, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2014 E OS CONFLITOS COM OS DEMAIS PRINCIPAIS PRESTADORES DE SERVIÇO**

Conforme tratado no capítulo anterior, para o funcionamento e a manutenção de um fundo de investimento são necessários alguns serviços, que podem ser prestados pelo próprio administrador, caso esse esteja credenciado e habilitado, ou por terceiros contratados pelo fundo, por intermédio do administrador.

No caso da contratação de terceiros, o administrador deve ser diligente ao selecionar o prestador do serviço no mercado, mantendo, após a contratação, a fiscalização dos serviços prestados de forma a verificar, dentre outras especificidades, como veremos a seguir, que as regras do fundo de investimento descritas em seu regulamento estão sendo atendidas, assegurando ao cotista a excelência no serviço.

##### **4.1. Administrador Versus Gestor**

O serviço de gestão da carteira de fundo de investimento é a gestão profissional de recurso, exercida por prestador credenciado e autorizado pela CVM para tanto, o sujeitando a fiscalização desse órgão regulador.

No exercício das suas funções para um fundo de investimento, o gestor é legalmente autorizado a atuar de forma discricionária na gestão do patrimônio do fundo, tomando as decisões de compra e venda dos títulos e valores mobiliários pelo fundo, observando, obrigatoriamente, os limites da política de investimento do fundo e as perspectivas de retorno, risco e liquidez que o ativo escolhido demandará.

Sem prejuízo da limitação da política de investimento do fundo, o gestor possui políticas internas para norteá-lo na sua atuação, como a política de gerenciamento de riscos consistente e passível de verificação, tanto do administrador como dos órgãos reguladores, que é levada em conta no processo de tomada de decisões de investimento. Ademais, o gestor deve, obrigatoriamente, constituir comitês próprios de análise e aprovação dos ativos financeiros que pretende adquirir.

Em decorrência da sua função de gestão da carteira do fundo, é o gestor quem se relaciona diretamente com os intermediários das operações que realiza em nome do fundo, tendo, inclusive, autorização legal para firmar, caso e quando necessário, contrato ou instrumento relativo à operação, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade.

Ainda, considerando ser o gestor o profissional responsável pelas operações do fundo, quem tem a expertise das operações que realiza em nome do fundo, é ele quem representa do fundo nas assembleias gerais dos ativos de titularidade do fundo, exercendo o direito de voto pelo fundo e todas as demais ações necessárias para tal exercício. Importante destacar que, o exercício do direito de voto pelo gestor é pautado na sua política de voto, elaborada em exigência e com base nas diretrizes legais, visando sempre resguardar o melhor interesse para o fundo e seus cotistas.

Tanto no caso da celebração de contratos oriundos das operações realizadas em nome do fundo como no exercício do direito de voto pelo gestor, conforme exigido pela regulamentação vigente, este deve apresentar cópia dos contratos celebrados e reportar ao administrador os assuntos tratados nas assembleias que compareceu.

Importante destacar que, mesmo que o gestor seja investido legalmente do poder discricionário de gestão dos recursos do fundo, dentro dos limites da política de investimento do fundo, como prestador de serviços contratado pelo fundo, cabe ao administrador conhecer e acompanhar as operações e os ativos adquiridos pelo gestor nome do fundo, tanto para resguardar o condomínio de eventual risco de imagem e de fraude, como também para fins de atendimento das regras de enquadramento da carteira do fundo e as regras de liquidez da carteira, para fins de garantir o atendimento de ordens de resgate de cotas.

Ainda, a Instrução CVM 555, em seu artigo 92 e incisos, dispõe sobre as normas de conduta de ambos os prestadores, as quais derivam da premissa maior do interesse do condomínio e dos cotistas:

Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

- II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e
- III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

Nessa linha, em que pese o administrador contratar o gestor como prestador de serviço do fundo escolhe o profissional qualificado para atuar na gestão do patrimônio do fundo, não deixa de ser solidário ao gestor, considerando que qualquer prejuízo causado ao fundo, o administrador ainda será seu representante perante o condomínio, o mercado e os órgãos reguladores. Ademais, o funcionamento do fundo de investimento demanda diversas atividades que se complementam, não sendo possível segregar totalmente o exercício de uma função da outra. A atuação do gestor impacta diretamente em outras atividades que permanecem sob a responsabilidade do administrador, mesmo com a terceirização dos serviços de gestão da carteira, sem prejuízo de ambos terem a obrigação legal de resguardar os interesses do fundo.

#### **4.2. Administrador Versus Custodiante**

O serviço de custódia de valores mobiliários é regulado pela Instrução CVM nº 542, de 20 de dezembro de 2013, sendo o prestador do serviço de custódia do fundo de investimento o responsável pela guarda dos ativos financeiros de titularidade do fundo, garantindo com isso a confiança da existência de referido ativo, bem como do seu lastro, mitigando o risco de fraudes ao patrimônio do fundo.

A função de guarda dos ativos envolve a necessidade do custodiante possuir sistemas de liquidação, validação, controle, conciliação e monitoramento de informações sobre os ativos do fundo que assegurem um tratamento adequado, consistente e seguro para os ativos nele custodiados. O custodiante é o terceiro contratado para certificar a existência e garantir a confiabilidade ao ativo financeiro adquirido pelo gestor, em nome do fundo.

O custodiante é uma espécie de intermediário das transações de compra e venda dos ativos financeiros no mercado, o que torna o processo mais seguro para todos os envolvidos<sup>25</sup>, protegendo o seu titular de eventuais problemas.

O administrador, ao contratar o custodiante para o fundo de investimento que administra, traz um prestador de serviço qualificado e imparcial para o funcionamento e manutenção do fundo, quem dará segurança às operações do fundo e, conseqüentemente, aos cotistas.

Tal contratação não afasta o administrador de eventual questionamento de cotista e/ou órgão regulador sobre prejuízos causados ao condomínio em decorrência de fraude identificada nos ativos do fundo. Dessa forma, o administrador é responsável solidariamente ao custodiante, devendo, portanto, ser diligente quando da escolha desse prestador de serviço, bem como na fiscalização do exercício de suas funções ao fundo.

#### **4.3. Administrador Versus Distribuidor**

O distribuidor de cotas de um fundo de investimento é aquele prestador que tem uma atuação comercial frente ao mercado, quem irá em buscar de investidores interessados em aplicar seus recursos em um veículo de investimento.

Tendo em vista que um fundo é uma alternativa de investimento no mercado, por meio do qual busca-se a rentabilização do recurso investido, não havendo total garantia de ganhos, existiu a preocupação do legislador em regular a atuação da distribuição de cotas de fundos ao mercado, principalmente para resguardar o investidor de eventual informação falsa ou de promessa de rentabilidade do produto, visando a manutenção do equilíbrio no mercado.

Nesse sentido, considerando que o administrador é o responsável legal pelo fundo de investimento que administra, aquele que constitui tal produto, é necessário que ele se preocupe como o distribuidor ofertará as cotas ao mercado, considerando que eventual promessa garantida, caberá ao administrador a responsabilidade se ela não for cumprida no decorrer do funcionamento do fundo. E há grandes chances de

---

<sup>25</sup> REIS, Tiago. **Custodiante: saiba mais sobre esse agente do mercado financeiro**. Suno Artigos, São Paulo, 17 de julho de 2020. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/overnight/>. Acesso em 20 jun. 2021.

qualquer promessa não ser realmente cumprida, por o fundo de investimento é um produto que envolve diversos riscos alheios ao controle do seu administrador.

Com isso, a regulamentação vigente dispõe de princípios e regras para a distribuição de cotas de um fundo de investimento, desde as informações mínimas e forma exigida para a divulgação de marketing do fundo, com o intuito de minimizar incompreensões quanto ao seu conteúdo e privilegiar certas informações para a tomada de decisão de investidores, como também o controle da adequação do fundo ao perfil do investidor interessado em adquiri-lo.

Sem prejuízo da fiscalização da forma de atuação do distribuidor contratado pelo administrador quanto a transparência, clareza e precisão das informações ao divulgar o fundo de investimento, não induzindo ao investidor a falsa ideia de rentabilidade garantida, caberá sempre ao administrador disponibilizar os documentos e informações do fundo atualizados, bem como aprovar o material de marketing que será apresentado ao mercado pelo distribuidor. O administrador, com isso, é responsável solidariamente aos dados e materiais utilizados pelo distribuidor, naquilo que ele seja o detentor da fonte das informações.

## 5. OS IMPACTOS DO DINAMISMO DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS BRASILEIRO NA FIGURA DO ADMINISTRADOR FIDUCIÁRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO CONSTITUÍDOS COM BASE NA INSTRUÇÃO CVM Nº 555, DE 17 DE DEZEMBRO DE 2014

### 5.1. Ordenamento Jurídico Brasileiro e a Hierarquia de Normas

De acordo com Norberto Bobbio, em sua obra “Teoria do Ordenamento Jurídico”:

[...] as normas jurídicas nunca existem isoladamente, mas sempre em um contexto de normas com relações particulares entre si (e estas relações serão em grande parte objeto de nossa análise). Esse contexto de normas costuma ser chamado de “ordenamento”.<sup>26</sup>

Sobre o mesmo assunto, Hans Kelsen afirmou em sua Teoria da Gradação Escalonada do Direito que:

[...] o escalonamento é a ideia de um ordenamento jurídico como sendo um conjunto hierarquizado de normas jurídicas estruturadas na forma de uma pirâmide abstrata, cuja norma mais importante, que subordina as demais normas jurídicas de hierarquia inferior, é a denominada norma hipotética fundamental, da qual as demais retiram seu fundamento de validade.<sup>27</sup>

Tais teorias tem impacto direto na organização normativa brasileira. No ordenamento jurídico brasileiro, como herança romana, há a reunião de todas as leis, emendas, decretos e espécies de norma abaixo de uma norma fundamental, que é a Constituição Federal de 1988. É na Constituição Federal que está disposta a forma como as demais espécies normativas serão editadas, organizadas e passarão a ter validade, bem como qual terá prioridade em detrimento de outra.

Na Teoria da Gradação Escalonada do Direito, também conhecida como “Pirâmide de Kelsen”, há a construção de um sistema de escalonamento de normas, com a Constituição no seu vértice, em razão desta ser o fundamento de validade de

<sup>26</sup> BOBBIO, Norberto. **Teoria do ordenamento jurídico**. 6. ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1995, p. 19

<sup>27</sup> Wikipédia. **Hans Kelsen**. Disponível em: [https://pt.wikipedia.org/wiki/Hans\\_Kelsen#Teoria\\_Pura\\_do\\_Direito](https://pt.wikipedia.org/wiki/Hans_Kelsen#Teoria_Pura_do_Direito). Acesso em: 05 jun. 2021.

todas as demais normas do sistema jurídico - nenhuma norma do ordenamento jurídico pode se opor à Constituição.

Conhecidas como normas infraconstitucionais, dispostas logo abaixo da Constituição Federal na Pirâmide de Kelsen, estão as emendas constitucionais e os tratados internacionais sobre direitos humanos; seguidas pelas leis complementares, ordinárias, os decretos legislativos, as resoluções legislativas e as medidas provisórias. A base da pirâmide é composta pelas normas infralegais ou normas individuais, consideradas normas secundárias.

Em linha com o acima exposto, o artigo 59 da Constituição Federal de 1988 dispõe que o processo legislativo brasileiro compreende a elaboração de:

Art. 59. 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.

A ideia de a Constituição Federal ser a norma fundamental no ordenamento jurídico brasileiro visa a garantia do controle de constitucionalidade das normas ou a solução de eventual conflito entre elas, construindo a ideia de equilíbrio e justiça para o todo.

Ainda, de acordo com o disposto na Constituição Federal, há a designação do Estado, como ente detentor do poder na esfera federal, do poder de publicação de normas para os órgãos sob o seu comando de acordo com a expertise sobre o assunto que deve ser legislado.

Partindo desse racional, no que tange o mercado de capitais, a publicação da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que criou a CVM e lhe deu o poder de regulamentar sobre as atividades do mercado de capitais, ocorreu de acordo com as regras legislativas constante na Constituição Federal de 1988. Tal lei tem natureza de lei ordinária no ordenamento jurídico brasileiro.

Em referida Lei nº 6.385, em razão da instituição da CVM como entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica dotada de autoridade administrativa independente, ausente de subordinação hierárquica, ficou estabelecida a sua competência para regulamentar sobre as matérias que foram estabelecidas por

lei como de sua responsabilidade. A atuação da CVM na regulamentação dos diversos temas do mercado de capitais, por meio da publicação de as Instruções, Deliberações, Pareceres e Notas Explicativas, conta com a participação das entidades do mercado e sua relevância tem ganhado cada vez mais espaço e respeito.

A base deste poder regulamentar, que lhe foi concedido por lei, se encontra tanto na Constituição Federal (mais pelo fato da tecnicidade do tema do que da pura delegação legislativa), como também na apresentação dos fundamentos para a regulação do mercado de valores mobiliários:<sup>28</sup>

A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. Admite-se, inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.

Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas como um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade como na economia, a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesses, ou ainda, harmonizá-los.

Dentro deste contexto é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo.

A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em conseqüência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado.

Diante desses fatos, a CVM, agindo em constante observância ao interesse público e com base na sua tecnicidade, já editou diversas Instruções, Deliberações, Pareceres e Notas Explicativas sobre os temas que são de sua competência, dentre eles as regras dos fundos de investimento, mais precisamente a Instrução CVM 555.

Porém, o mercado de capitais brasileiro é um mercado dinâmico, se reinventando constantemente, inclusive influenciado pelo mercado externo, que exige o aprimoramento para garantir um nível de competitividade.

---

<sup>28</sup> Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios. Rio de Janeiro, 1979, 03 p.

## **5.2. Os impactos da Lei da Liberdade Econômica na Responsabilização do Administrador Fiduciário Frente aos Demais Prestadores de Serviço dos Fundos de Investimento Constituídos com Base na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**

Em 20 de setembro de 2019, a Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019, foi convertida na Lei nº 13.874. Tal lei ordinária, dentre outras alterações, institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica e estabeleceu determinadas garantias de livre mercado.

Por mais que durante anos a CVM estivesse conduzindo os assuntos no mercado de capitais brasileiro, a Lei nº 13.874 foi editada e implantada pelo Governo Federal, introduzindo diversas alterações às normas vigentes, inclusive nas regras de fundos de investimento. Em que pese o Governo Federal ter deixado novamente a cargo da CVM disciplinar sobre as alterações das regras de fundos de investimento, a iniciativa das mudanças partiu do Estado, não dando margem a debates das esferas técnicas.

Dentre as alterações implantadas pela Lei nº 13.874, está a inclusão da responsabilidade individual dos prestadores de serviços do fundo de investimento, com o novo artigo 1.368-D, inciso II, do Código Civil, transcrito a seguir, desde que tal limitação de responsabilidade esteja descrita no regulamento do fundo.

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

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

III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe.

§ 1º A adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento.

§ 2º A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços.

§ 3º O patrimônio segregado referido no inciso III do caput deste artigo só responderá por obrigações vinculadas à classe respectiva, nos termos do regulamento.

Com tal novidade, cada prestador de serviço do fundo responde unicamente pela sua atuação, afastando a responsabilidade solidária com o administrador, àquele quem legalmente representa o condomínio e os contrata, detentor do dever fiduciário frente aos cotistas, guardião dos seus interesses e patrimônio.

Sob o argumento de aderência à filosofia e aos ditames da Lei nº 13.874, resguardando o funcionamento eficiente do mercado e os custos de observância para seus participantes, bem como para se fazer cumprir as determinações do Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, a CVM publicou ao mercado, no final do segundo semestre de 2020, o Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20.

A novidade proposta pela CVM para a estrutura de responsabilidade entre os prestadores de serviços do fundo de investimento é que os responsáveis pela constituição do fundo e a elaboração de seu regulamento passem a ser o administrador fiduciário e o gestor da carteira de ativos, que, em conjunto, passam a ser conhecidos como prestadores de serviços essenciais.

Além disso, a contratação dos prestadores de serviço do fundo passaria a ser de responsabilidade de ambos, sendo o gestor o responsável pela contratação dos prestadores dos serviços relacionados às suas funções, e o administrador, pelos demais.

Sob a leitura técnica da CVM das alterações da Lei nº 13.874, a obrigação de fiscalização do gestor e custodiante pelo administrador ainda subsiste na proposta descrita no Edital, mantendo a responsabilidade solidária entre o administrador e esses prestadores de serviço quando o fundo de investimento for destinado a um público alvo em geral.

(...) ao menos nesse primeiro momento, o reforço proporcionado pela existência de solidariedade ainda é recomendável com vistas à maior proteção para os investidores de varejo.

Clara é a preocupação da CVM em manter a figura do administrador como o representante legal do fundo, responsável pela fiscalização e guardião do interesse do condomínio, razão pela qual não se rendeu totalmente a imposição do Governo Federal quando o fundo for destinado a investidores em geral, que demandam maior apoio e atenção quando do investimento de seus recursos, em razão da sua rara experiência no assunto.

Tendo em vista que a proposta da CVM apresentada ao mercado por meio do Edital ainda está sob análise de todos, caberá a nós aguardarmos pela conclusão do tema sobre a responsabilidade solidária do administrador e os prestadores do fundo de investimento que administra diante das alterações impostas pelo Governo Federal ao tema tão específico, que demanda uma expertise e debates sobre o tema.

É certo que o desenvolvimento econômico é importante e saudável para o país e que cabe ao Estado garantir seu crescimento, porém necessário um trabalho conjunto com as diversas esferas da economia e os mercados, cada qual apresentando as ideias de melhorias e crescimento para que o resultado final seja um consenso. O caminho contrário, além de impositivo, pode exigir caminhos tortos para atingir o resultado, que poderá ser alcançado em mais tempo do que se esperava, e em parcelas.

Não há como abrir mão do controle do administrador frente aos demais prestadores de serviço de um fundo de investimento constituído sob as regras da Instrução CVM 555, considerando que por trás desse controle há o interesse dos cotistas e do seu patrimônio, que precisa ser especialmente resguardado, inclusive pelo nível de conhecimento e experiências dos investidores que acessam os fundos da Instrução CVM 555.

## 6. CONCLUSÃO

A indústria de fundos de investimento brasileiro já contempla mais de 50 anos do primeiro fundo constituído. Seu lançamento ocorreu em uma época da história em que a confiança do investidor estava voltada a investimentos imobiliários, individuais, como garantia de uma tranquilidade e status social.

A regulação sobre o produto era escassa ou ausente, mas o investimento coletivo, como novidade foi trazida pelos americanos em meio a oportunidades de expansão de negócios, logo foi ganhando interessados. A proposta de investimento presente para desfrutar do sossego no futuro passou a exigir a atuação do legislador, que aos poucos foi entendendo que a forma de investimento em condomínio teria aderência em escala.

Com o passar dos anos, o mercado de capitais brasileiro foi ganhando uma regulamentação mais madura e específica, além de um órgão fiscalizador com a tecnicidade necessária para tratar dos temas que lhe foram incumbidos. As regras sobre fundos de investimento foram se adequando tanto aos movimentos internos, como também para garantir o Brasil na competição com o mercado externo.

A indústria atual de fundos de investimento está mais estruturada, contando com um patrimônio trilionário de investidores sob gestão, o que demanda um acompanhamento mais de perto de uma figura na estrutura individual. O papel do administrador no fundo de investimento passa a ser crucial, visando a garantia de um bem maior, que é o interesse coletivo, e até mesmo o equilíbrio do mercado e o bem-estar da economia. O administrador, investido no seu dever de fidúcia, garante não só que os recursos dos cotistas sejam bem geridos, mas também que a confiança nesse tipo de produto de investimento se perpetue.

Não tiramos o mérito e a expertise dos demais prestadores de serviço do fundo de investimento, os quais, inclusive, devem agir com a boa-fé, a transparência, a diligência e a lealdade legalmente exigidas, mas é dada uma roupagem mais robusta ao fundo de investimento como o produto que é estruturado para o interesse coletivo, nomeando uma figura exclusiva, responsável pela organização, fiscalização e a gerência do funcionamento e manutenção do fundo, que coordenará os demais prestadores de serviço e também representará os interesses dos investidores. Isso representa que a responsabilidade solidária garante o equilíbrio do produto, mitigando riscos que afastariam o investidor.

## BIBLIOGRAFIA:

AMARAL, Fernanda; ENDO, Livia Arbex. **Governo Publica Medida Provisória nº 881/19 que instituiu a “Declaração de Direitos de Liberdade Econômica” - Impactos na regulamentação dos Fundos de Investimento.** Felsberg Advogados, São Paulo, 02 de maio de 2019. Disponível em: <<https://www.felsberg.com.br/2019/05/governo-publica-medida-provisoria-no-881-19-que-instituiu-a-declaracao-de-direitos-de-liberdade-economica-impactos-na-regulamentacao-dos-fundos-de-investimento/>> Acesso em 14 de agosto de 2019.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Lei da Liberdade Econômica diminui burocracias e estimula a competitividade na indústria de fundos.** Notícias ANBIMA, São Paulo, 24 de outubro de 2019. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/noticias/lei-da-liberdade-economica-diminui-burocracias-e-estimula-a-competitividade-na-industria-de-fundos-8A2AB2B96D4C0F87016E040ACC2D7A73.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/lei-da-liberdade-economica-diminui-burocracias-e-estimula-a-competitividade-na-industria-de-fundos-8A2AB2B96D4C0F87016E040ACC2D7A73.htm)> Acesso em 26 novembro 2019.

BARBOSA, Fernando de Holanda. **A concepção do Plano Cruzado.** Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/plano-cruzado>>. Acesso em 05 jun. 2021.

BENAMOR, Elizabeth Piovezan. **TOP Programa de Treinamento de Professores - Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: <[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf)>. Acesso em: 05 jun. 2021.

BOBBIO, Norberto. **Teoria do ordenamento jurídico.** 6. ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1995, p. 19.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Legislação. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 13 de agosto de 2019.

BRASIL. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Consolidado histórico de fundos de investimento.** Junho/2019. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm)> Acesso em: 13 de agosto de 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários.** 1 ed. Rio de Janeiro, 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **O mercado de valores mobiliários brasileiro.** 3 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

Comissão de Valores Mobiliários. **Portal do Investidor: História do Mercado de Capitais.** Disponível em: <[https://www.investidor.gov.br/menu/Menu\\_Academico/O\\_Mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro/Historia\\_Mercado-Capitais.html](https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html)>. Acesso em: – CVM 20 jun. 2021.

**Diário Oficial da União**, Brasília, DF, p. 49, 9 de set. 1986. Seção 1. Disponível em: <<https://www.jusbrasil.com.br/diarios/3581252/pg-49-secao-1-diario-oficial-da-uniao-dou-de-09-09-1986>>. Acesso em 05 jun. 2021.

DINIZ, Rodrigo Pará. **Fundos de Investimento no direito brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2016.

DOTTA, Eduardo Montenegro. **Responsabilidade dos administradores de Fundos de investimento no novo código civil**. São Paulo: Texto novo, 2005.

DOTTA, Eduardo Montenegro, **Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. 1 ed São Paulo: Almedina, 2018.

FREITAS, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

GRADILONE, Cláudio. **Fundos de Investimento 50 Anos de História**. Revista Capital Aberto. Publicação Especial. Maio. 2007. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/pageflip/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/assets/basic-html/index.html#13>>. Acesso em 20 jun. 2021.

KALANSKY, Daniel; LORIA, Eli. **Processo sancionador e Mercado de Capitais III: Estudo de casos e tendências julgamentos da CVM – 2017** – 1. ed. São Paulo, 2017.

MARCONI, M.A. & LAKOTOS, E.M. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisas, elaboração, análise e interpretação de dados**. 6ª edição, São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINS, G.A & PINTO, R.L. **Manual para elaboração de trabalhos acadêmicos**. São Paulo: Atlas, 2001.

NEVES, Ricardo Botós da Silva. **Fundos de Investimentos no Brasil**. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/302858/fundos-de-investimentos-no-brasil>> Acesso em: 20 jun. 2021.

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: a estrutura e agentes de mercado como proteção do investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PEREIRA, Leonardo Cotta. 06 jun. 2019. **MP 881/19: individualização de responsabilidade fiduciária em fundos de investimento**. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI303784,91041-MP+88119+individualizacao+de+responsabilidade+fiduciaria+em+fundos+de>> Acesso em 14 de agosto de 2019.

REIS, Tiago. **Overnight: conheça a utilização desse termo do mercado de ações**. Suno Artigos, São Paulo, 19 de dezembro de 2018. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/artigos/overnight/>>. Acesso em 20 de jun. de 2021.

REIS, Tiago. **Custodiante: saiba mais sobre esse agente do mercado financeiro.** Suno Artigos, São Paulo, 17 de julho de 2020. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/overnight/>. Acesso em 20 jun. 2021.

Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios. Rio de Janeiro, 1979, 03 p.

ROCHA, Tatiana Nogueira da. **Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir os poderes e obrigações dos seus administradores.** São Paulo: Texto novo, 2003.

ROGAZZI, Ana Paula. Texto libera estratégias distintas em um só fundo, **Valor Econômico**, São Paulo, 15 de agosto de 2019. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/politica/6391447/texto-libera-estrategias-distintas-em-um-so-fundo>> Acesso em 15 de agosto de 2019.

SCHINCARIOL, Juliana. Para a CVM, MP da Liberdade Econômica traz clareza e segurança para o mercado de fundos. **Valor Econômico**, São Paulo, 9 de agosto de 2019. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/financas/6383875/para-cvm-mp-da-liberdade-economica-traz-clareza-e-seguranca-para-mercado-de-fundos>> Acesso em 09 de agosto de 2019.

Wikipédia. **Hans Kelsen.** Disponível em: [https://pt.wikipedia.org/wiki/Hans\\_Kelsen#Teoria\\_Pura\\_do\\_Direito](https://pt.wikipedia.org/wiki/Hans_Kelsen#Teoria_Pura_do_Direito). Acesso em: 05 jun. 2021.

Wikipédia. **Tablita.** Disponível em: <<https://pt.wikipedia.org/wiki/Tablita>>. Acesso em: 05 jun. 2021.

## OBRAS COMPLEMENTARES

DOTTA, Eduardo Montenegro. **Da Orientação Regulatória dos Fundos de Investimento e os Deveres dos Administradores.** São Paulo: Texto novo, 2005

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

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro - Produtos e Serviços.** 21ª Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2017

FREITAS, Bernardo Vianna, VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). **Fundos de Investimentos - Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários.** São Paulo: Quartier Latin, 2015

CARVALHO, Mario Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin, 2012.

## LEGISLAÇÃO

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 26 set. 1940. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto-lei/del2627.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958. Altera a legislação do Imposto de Renda e dá outras providências. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 28 nov. 1958. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l3470.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l3470.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 4.537, de 16 de julho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 16 jul. 1964. Disponível em: < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4357.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4357.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 21 ago. 1964. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4380.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4380.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 31 dez. 1964. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de abril de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 14 abr. 1965. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Decreto-Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967. Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 10 fev. 1967. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Resolução nº 145, de 14 de abril de 1970. Aprovar o Regulamento anexo, que regerá a constituição e o funcionamento dos FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO, sob a forma de condomínio aberto, de acordo com a Resolução nº 131, de 28.1.1970. **Banco Central do Brasil**, Brasília, DF, 14 abr. 1970. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lis>>

ts/Normativos/Attachments/40435/Res\_0145\_v1\_O.pdf >. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 07 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em: 26 de novembro de 2019

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Circular nº 2616, de 18 de setembro de 1995. Altera e consolida as disposições relativas à constituição e ao funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento. **Banco Central do Brasil**, Brasília, DF, 18 set. 1995. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1995/pdf/circ\\_2616\\_v9\\_p.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1995/pdf/circ_2616_v9_p.pdf)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Instrução CVM nº 302, de 05 de maio de 1999. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. **Comissão de Valores Mobiliários**, Brasília, RJ, 05 maio. 1999. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst302consolid.pdf>>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 14 fev. 2001. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10198.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10198.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 26 fev. 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/L10411.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10411.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Comissão de Valores Mobiliários**, Brasília, RJ, 18 ago. 2004. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst409consolidsemmarcas.pdf>>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. **Comissão de Valores Mobiliários**, Brasília, RJ, 13 nov. 2013. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst539consolid.pdf>>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Instrução CVM nº 542, de 20 de dezembro de 2013. Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários. **Comissão de Valores Mobiliários**, Brasília, RJ, 20 dez. 2013. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542.pdf>>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Comissão de Valores Mobiliários**, Brasília, RJ, 17 dez. 2014. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555consolid.pdf>>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 20 set. 2019. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm)>. Acesso em: 26 de novembro de 2019

BRASIL. Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 28 nov. 2019. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/Decreto/D10139.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Decreto/D10139.htm)>. Acesso em: 20 de jun. de 2021.