

Inspere

LL.M. em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

Barbara Rodrigues Gragnano

A Relação das Alterações Normativas de Fundos de Investimento com a
Diversificação na Alocação do Investidor Brasileiro

São Paulo

2021

Barbara Rodrigues Gragnano

A Relação das Alterações Normativas de Fundos de Investimento com a
Diversificação na Alocação do Investidor Brasileiro

Monografia apresentada ao Programa de LLM em
Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do
Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte
dos requisitos para obtenção do título de pós-
graduação em direito.

Orientadora: Prof. Pamela Gabrielle Romeu Gomes
Roque

São Paulo

2021

GRAGNANO, Barbara Rodrigues.

A Relação das Alterações Normativas de Fundos de Investimento com a Diversificação na Alocação do Investidor Brasileiro.

Barbara Rodrigues Gragnano. - São Paulo, 2021.

44 f.

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

Orientadora: Prof. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Mercado de Capitais. 2. Fundos de Investimento. 3. Instrução CVM nº 555/14. 3. Investidor. 4. Finanças Comportamentais

Folha de Aprovação

Barbara Rodrigues Gagnano

A Relação das Alterações Normativas de Fundos de Investimento com a Diversificação na Alocação do Investidor Brasileiro

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper - Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduação em Direito.

Orientadora: Prof. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

Data de Aprovação: __/__/____

Agradecimentos

Aos meus pais, por sempre me incentivarem a estudar e buscar o bem mais precioso que alguém pode obter na vida: o conhecimento.

Ao meu noivo, uma das pessoas mais inteligentes que tive o prazer de conhecer e levar comigo nesta jornada.

Às minhas companheiras do Insper, por todo apoio durante todas as etapas do curso, trazendo leveza em um período tão árduo.

Por fim, à instituição que tive o prazer de escolher para trabalhar e ser escolhida, por me incentivar e fornecer subsídios para que fosse possível concluir mais esta etapa importante da minha carreira.

Resumo

Os fundos de investimento no Brasil ainda são considerados como uma realidade muito distante para muitos brasileiros. Suas estruturas e regras específicas acabam por fazer com que muitos investidores pensem duas vezes antes de optarem por esse tipo de alocação diante de uma gama de possibilidades de investimentos.

O presente trabalho tem por objetivo não apenas contextualizar o universo dos fundos de investimento e navegar por algumas importantes atualizações estruturais e normativas, mas também estudar o efeito que determinadas situações podem causar na escolha e nos parâmetros dos investimentos realizados neste tipo de veículo.

O comportamento do investidor vis-à-vis as regras que norteiam o universo dos fundos de investimento trazem impactos significativos para o mercado de capitais e acabam por delimitar escolhas, popularizar acessos ou, ainda, possibilitar a entrada do investidor em mercados dificilmente acessados.

Diante disso, a ideia principal deste trabalho é relacionar aspectos de finanças comportamentais com a regulação dos fundos de investimento no Brasil e possibilitar uma reflexão para potenciais vantagens e desvantagens dessa linha tênue nas alocações das carteiras de investimentos da população brasileira.

Palavras – Chaves: 1. Mercado de Capitais. 2. Fundos de Investimento. 3. Instrução CVM nº 555/14. 3. Investidor. 4. Finanças Comportamentais.

Abstract

Investment funds in Brazil are still considered a very distant reality for many investor profiles. Its specific structures and rules end up making many investors think twice before choosing for this type of allocation among a wide range of investment possibilities.

This study aims not only to contextualize the universe of investment funds and navigate through some important structural and regulatory changes, but also to analyze the effects that certain situations may have on the choice and parameters of investments made in this type of vehicle.

The investor's behavior and the rules that guide the universe of investment funds have significant impacts on the capital market and end up limiting choices, popularizing access or even allowing investors to enter markets that are difficult to access.

Furthermore, the main idea of this study is to relate aspects of behavioral finance with the regulation of investment funds in Brazil and enable a reflection on the potential advantages and disadvantages of this fine line in the allocation of investment portfolios for the Brazilian population.

Keyword: 1. Capital Market. 2. Investment Funds. 3. CVM Instruction nº 555/14. 3. Investor. 4. Behavioral Finance.

Sumário

INTRODUÇÃO	8
1. ASPECTOS GERAIS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL	10
1.1. Histórico	10
1.2. Organização e Funcionamento	13
1.3. Figuras Existentes	15
2. ANÁLISE DAS PRINCIPAIS ALTERAÇÕES NORMATIVAS	19
2.1. Novas Categorias de Investidores.....	19
2.2. Flexibilização do Acesso ao Mercado Externo	22
2.3. Lei da Liberdade Econômica e a Audiência Pública SDM nº 08/20	23
3. A RELAÇÃO DO INVESTIDOR COM OS FUNDOS DE INVESTIMENTO REGULADOS NO BRASIL	26
3.1. Conceitos de Finanças Comportamentais.....	28
3.2. Ciclo de Vida do Investidor.....	30
4. OS IMPACTOS NORMATIVOS NA ALOCAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO	34
CONCLUSÃO	37
REFERÊNCIAS	39

INTRODUÇÃO

O presente tema tem por objeto analisar os impactos decorrentes de determinadas alterações normativas relativas a fundos de investimento regulados pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 555, de 17 de dezembro de 2014, com as alterações introduzidas posteriormente (“Instrução CVM nº 555/14”), na diversificação da carteira de investimentos do investidor brasileiro, buscando conceitos e traçando diretrizes com as finanças comportamentais.

É pacífico que o comportamento do investidor brasileiro traz parâmetros que acabam por influenciar a cultura da poupança no país. Diante disso, o objetivo do trabalho científico do presente tema é mensurar o quanto as alterações normativas que impactam o mercado de capitais, mais especificamente os fundos de investimento, interferem na alocação do investidor brasileiro.

Levando em consideração que o comportamento do investidor é pauta constante de estudos, pesquisas e discussões em diversos grupos de trabalho de autoridades reguladoras e autorreguladoras do mercado de capitais, a conexão com o direito e, conseqüentemente, com alterações normativas/legislativas das normas e leis que regulam os fundos de investimento trazem impactos para indústria do mercado de capitais no Brasil.

Além disso, tendo em vista que o perfil do investidor e seus comportamentos sofrem variações, bem como que alterações no cenário econômico e jurídico se fazem necessárias, entender o nexó entre referidas sinergias é de suma importância no cenário econômico em constante mudança que vivemos no Brasil.

Um exemplo concreto do acima exposto são os estudos e os grupos de trabalhos feitos e criados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). A ANBIMA, como órgão autorregulador do mercado financeiro e de capitais, busca constantemente atualizações de dados e percentuais que demonstrem a real figura do investidor do Brasil.

Outro exemplo, não menos importante, são os comitês de diversos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado de capitais, por meio dos quais

profissionais de diversas áreas de instituições dos mercados financeiro e de capitais participam, trazendo suas visões sobre os impactos que as alterações vivenciadas no âmbito jurídico acarretam nos seus campos profissionais.

O tema objeto deste trabalho científico está delimitado ao universo das normas reguladoras de fundos de investimento, mais especificamente a Instrução CVM nº 555/14 e demais instruções correlatas, bem como os impactos de determinadas regras na vida do investidor brasileiro. Este estudo buscará relacionar conceitos de finanças comportamentais com alterações normativas relevantes no universo dos referidos fundos de investimento.

O comportamento do investidor brasileiro é extremamente impactado pelas leis e normas que regem o mercado financeiro e de capitais. Com isso, o objetivo é identificar o real impacto de determinadas normas e alterações normativas na alocação do investidor brasileiro, considerando o universo dos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14.

A ideia focal do presente estudo é fazer uma análise crítica sobre o acesso de determinadas categorias de investidores nos mercados exteriores, trazendo elementos do universo das finanças comportamentais e as oportunidades que determinadas alterações normativas trouxeram na entrada de veículos de investimento no mercado externo.

O presente tema possui aptidão para embasar questionamentos e pesquisas realizadas no mercado financeiro e de capitais, demonstrando os reais impactos que as alterações normativas/legislativas no âmbito dos fundos de investimentos podem trazer no apetite do investidor brasileiro, quando da escolha de seus investimentos ao construir sua carteira.

O principal papel deste conteúdo é justificar que alterações normativas/legislativas se relacionam diretamente com o resultado final das pesquisas sobre a definição de investidores no Brasil, onde os investidores procuram alocar recursos, a forma que os investidores investem e os propósitos que os investidores no Brasil possuem quando da escolha de investir ou migrar seus investimentos para outro tipo de veículo.

1. ASPECTOS GERAIS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

A modalidade de investimento em fundos surgiu como grande facilitador a pequenos e médios investidores, considerando o acesso a investimentos em ativos que de outras formas não seriam possíveis. Os fundos de investimento favorecem os investidores que se sentem atraídos pelo mercado financeiro, mas não possuem tempo e/ou o conhecimento que o investimento em determinado mercado requer e, dessa forma, encontram nos fundos de investimento a comodidade, a segurança e a melhor lucratividade, proporcionalmente ao risco a que estão dispostos a assumir.

O grande segredo para o entendimento dos fundos de investimento é a ideia de um condomínio, ou seja, assim como em um condomínio imobiliário, o todo é subdividido em muitas partes e cada condômino (neste caso, cada cotista) é dono de uma (ou mais de uma) parte do todo. Além disso, este condomínio é administrado e gerido por um terceiro, profissional, que assume todas as atividades práticas e burocráticas do negócio.

1.1. Histórico

Antes de aprofundar o estudo do instituto dos fundos de investimento, é importante determinar alguns conceitos, como o significado da expressão “fundo de investimento”. Referida expressão tem estrita relação com a finalidade deste tipo de investimento, a qual pode ser definida como uma espécie de concentração de recursos, próprios ou de terceiros, administrados e geridos por uma empresa que os investe em títulos e valores mobiliários, distribuindo os resultados oriundos destas aplicações aos cotistas, dentro das suas respectivas participações.

No cenário econômico brasileiro, a palavra “fundo”, está estritamente ligada ao patrimônio para fins de investimento. Atualmente, diante do conceito legal estabelecido na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil Brasileiro), é possível identificar o fundo de investimento como sendo a constituição de um condomínio de natureza especial.

Ao analisar o histórico do Direito Financeiro no Brasil, mais especificamente a Constituição de 1946, um marco importante para as operações financeiras, foi atribuída competência à União para fiscalizar e legislar sobre diversos tipos de investimentos e operações financeiras, em virtude de um projeto lei aprovado pelo Congresso Nacional e sancionado pelo Presidente da República.

A preocupação do Banco Central era que as instituições financeiras pudessem quebrar com a má condução dos investimentos de seus clientes. A solução, negociada com o Governo ao longo dos meses seguintes, foi estruturar uma nova figura jurídica que não fosse reconduzível à forma da sociedade em conta de participação. O centro das atenções passou a ser a figura do condomínio.¹

É verdade que os fundos em condomínio, legalmente, tiveram início em 30/11/1959, com a portaria nº. 309, que foi o estatuto das companhias de investimentos, crédito e financiamento, em que se permitiram “a constituição de fundos em condomínio”. Não obstante isso, anteriormente, alguns fundos, sob a forma de condomínio, já funcionavam no país. No mais, as Companhias de Investimento, sob a forma de sociedade, tinham sido criadas em 1945 (Decreto-lei nº. 7.583) e 1946 (Decreto-lei nº. 9.603). Entretanto, somente em abril de 1970 os fundos foram regulamentados de forma completa, pelo Bacen, por meio da Resolução nº. 145, dando uma forma definitiva aos semelhantes fundos de nosso país.²

A razão do fenômeno foi, principalmente, técnico-política. Foram as diretrizes do governo - ciente do valor binômio poupança investimento - que reativaram com numerosas normas o despertar por este tipo de aplicação financeira. A lei do Mercado de Capitais foi responsável pelo impulso definitivo das operações de investimento. Veio também a nova regulamentação da Bolsa de Valores. É um caso

¹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006. p. 82.

² ALONSO, Félix Ruiz. *Os Fundos de Investimentos*. Revista de Direito Mercantil – 1. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1971, p. 61.

de força diretriz, criativa do direito, com rumo a pressuposto de negócios no âmbito econômico mercantil.³

Não se poderia escrever sobre fundos de investimento sem fazer menção ao chamado “*Investment Trust*”, fato mercantil que deu origem a um ramo dos investimentos financeiros que, mediante emissão de títulos próprios, concentra os capitais de numerosos indivíduos a fim de aplicá-los em valores mobiliários, buscando condições mais favoráveis do que se fossem aplicadas de maneira direta e individual. Além de referidas características acrescentaria, ainda, a especialização do administrador, o qual cobrava uma operacionalidade e dinamismo.⁴

Um importante marco e na história dos fundos de investimentos no Brasil foi a constituição do Fundo Crescincos em 1957. Referido fundo de investimento pertencia à International Basic Economic Corporation (Ibec), uma empresa do grupo Rockefeller. Esse investimento trouxe a chamada *management company* do tipo *open end* de carteira diversificada, que é a modalidade de fundo de investimento mais adotada nos dias de hoje como sendo os fundos de investimento de condomínio aberto.⁵

Seguindo uma linha temporal, nos anos 70 surgiram novas regras para estruturar o mercado financeiro nacional, especificamente no que se refere à legislação sobre fundos mútuos de investimento. Salienta-se que em 1965, a Lei de Mercado de Capitais já havia tratado desse tipo de investimento, mas só em 1970 surgiu uma regulamentação específica.⁶

Nos anos seguintes, a regulamentação sofreu diversas alterações. Em 1967, ano de criação da ANBID (antiga ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), o Decreto-Lei nº. 157 dá origem aos fundos com incentivos fiscais de investimento em renda variável, os chamados Fundos 157. O objetivo era notadamente econômico-político em capitalizar as empresas por meio de investimentos em ações ou debêntures. O Decreto-Lei nº. 157 concedia estímulos

³ ALONSO, Félix Ruiz. *Os Fundos de Investimentos*. Revista de Direito Mercantil – 1. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1971, p. 61.

⁴ ALONSO, Félix Ruiz. *Os Fundos de Investimentos*. Revista de Direito Mercantil – 1. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1971, p. 63.

⁵ Anbima. Disponível em: <https://comoinvestir.anbima.com.br/>. Acesso em: 19 mai. 2021.

⁶ Anbima. Disponível em: <https://comoinvestir.anbima.com.br/>. Acesso em: 19 mai. 2021.

fiscais para que as empresas lançassem ações em bolsa de valores e também para que as pessoas físicas investissem nesses papéis. O referido Decreto-Lei nº. 157 disponibilizava aos contribuintes a opção de se valer de uma parcela do imposto de renda, para a aquisição de cotas de fundos administrados por instituições financeiras brasileiras⁷.

A ferramenta de incentivo fiscal por meio de investimentos no Fundo 157 foi extinta em outubro de 1983, entretanto até os dias de hoje antigos investidores buscam instituições financeiras a fim de resgatar suas cotas, na expectativa frustrada de obtenção de lucro, tendo em vista que a rentabilidade dos fundos incorporadores do Fundo DL 157 é condizente com o risco envolvido na aplicação, sendo considerada ínfima.

Destaca-se que em todos esses momentos, a base da indústria de fundos de investimento no Brasil foi marcada pelo mercado de ações. Foi comprando ações de empresas, utilizando de maneira intermediária os fundos de investimento, que os brasileiros financiaram o desenvolvimento nacional⁸.

1.2. Organização e Funcionamento

Cada vez mais a população brasileira busca utilizar-se de recursos financeiros disponíveis para arcar com as suas necessidades de consumo, visando protegê-los e, eventualmente, ampliá-los no contexto do cenário econômico atual. Neste sentido, existe um leque de possibilidades onde esses recursos podem ser aplicados, cabendo ao investidor definir qual tipo de investimento melhor se encaixa às suas necessidades e ao seu perfil de investimento.

Diante da demanda por investimentos com maior diversidade de ativos compondo uma carteira, foram operacionalizados diferentes tipos de investimentos dentro do mercado de capitais, visando à diversificação e gestão dos riscos, onde se encontram os fundos de investimento.

⁷ Anbima. Disponível em: <https://comoinvestir.anbima.com.br/>. Acesso em: 19 mai. 2021.

⁸ Anbima. Disponível em: <https://comoinvestir.anbima.com.br/>. Acesso em: 19 mai. 2021.

O fundo de investimento é um veículo que permite a aplicação de recursos de um ou diversos investidores e proporciona o acesso à administração e gestão profissionais e especializadas para atender a expectativa de ganho do investidor, dentro dos limites previamente impostos em determinada categoria deste investimento.

Em decorrência deste cenário, considerando a quantidade de investidores dispostos a movimentar seus montantes em fundos de investimento⁹, este instituto assume um papel de destaque na economia brasileira, cuja atuação no mercado acaba por gerar motivos para discussões jurídicas cada vez mais corriqueiras.

“Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários”¹⁰. O entendimento dos caracteres jurídicos envolvidos nesse importante instrumento de alocação de recursos é imprescindível para conferir previsibilidade e segurança jurídica para as relações desenvolvidas.

Os fundos de investimento atualmente encontram-se disciplinados pelo Código Civil Brasileiro, onde foi inserido pela Lei 13.874/2019, o qual atribui competência à Comissão de Valores Mobiliários para regulamentar a matéria, afirmando e trazendo clareza para essa estrutura.

Dito isso, atualmente a Instrução CVM nº 555/14 é o principal arcabouço normativo regulatório sobre este instituto, sendo importante mencionar que uma nova minuta de resolução estabelecendo sobre a constituição, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento está em vias de ser publicada pela CVM, após publicação da Audiência Pública SDM 08/20 da CVM.

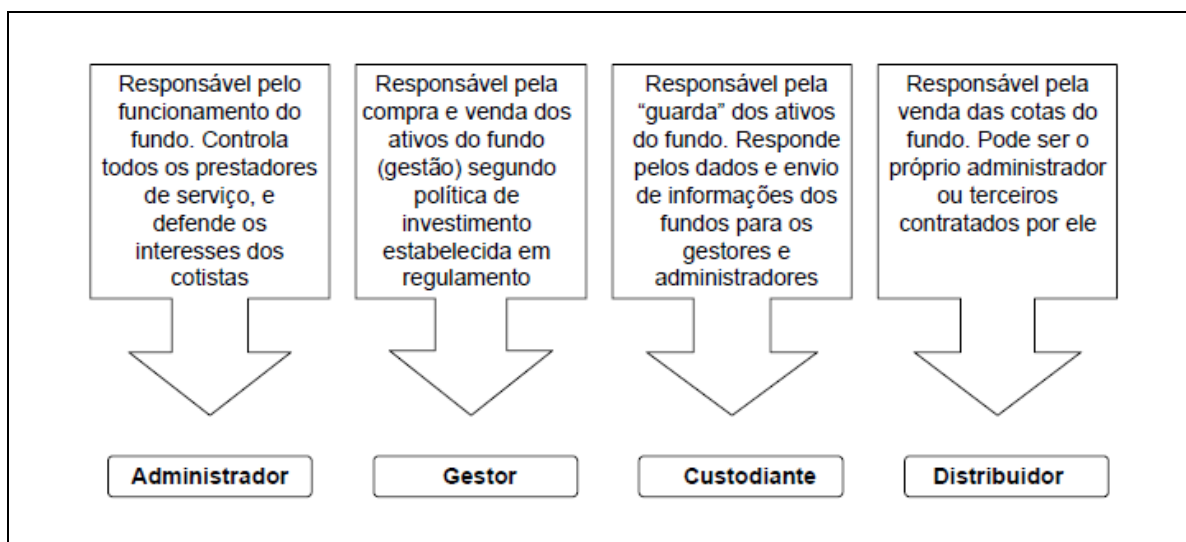
⁹ De acordo com o Boletim de Fundos de Investimentos da Anbima, em maio de 2021, “a indústria de fundos de investimento apresentou captação líquida de R\$ 42,2 bilhões, acumulando no ano R\$ 186,2 bilhões”. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-de-fundos-de-investimento-registra-entrada-liquida-de-r-42-bi-em-maio-8A2AB2B679D9D1D70179EBF4405E0DFB-00.htm. Acesso em: 19 mai. 2021.

¹⁰ Portal do Investidor CVM. Fundos de Investimento. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Investindo/Tipos_Investimento/Fundos_Investimento.html. Acesso em: 19 mai. 2021.

1.3. Figuras Existentes

Dentre as mais variadas categorias de fundos de investimento existentes no mercado financeiro, mesmo diante das especificidades decorrentes de cada uma dessas classes de fundos, é importante demonstrar as principais figuras comuns a todas elas. Tratam-se do Administrador, Custodiante, Gestor e Distribuidor, conforme exemplificado no Organograma abaixo.

Figura 1 – Organograma dos Serviços e Responsabilidades dos Prestadores de Serviços



Fonte: ANBIMA. Fundos de Investimento - Histórico e Natureza Jurídica

A existência dessas figuras na estrutura dos fundos de investimento no Brasil acaba por trazer mais segurança e transparência ao sistema. Cada prestador de serviços atuando nas suas respectivas funções, tendo um administrador fiduciário atuando com a fidúcia e diligência necessárias para fiscalizar a participação dos serviços dos demais, demonstra uma estrutura sólida e robusta se comparada com essa modalidade investimento em outros países.

O Administrador do fundo de investimento é o responsável pela prática dos atos necessários pela administração, pelo bom funcionamento e manutenção dos

direitos inerentes aos ativos financeiros que compõe a carteira do investimento em questão. Como bem preceitua Nelson Eizirik¹¹, a administração compreende os serviços relacionados ao fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, desde que a referida contratação seja feita em nome do fundo.

É considerado dever de suma importância do Administrador a adequada e reiterada prestação de informações a respeito do fundo de investimento. De acordo com Nelson Eizirik, tal dever inerente ao Administrador deve respeitar o princípio *disclosure* visando o mercado de valores mobiliários como um todo, ou seja, a obrigação de divulgar informações a respeito de um fundo de investimento não é devida apenas aos cotistas de tal fundo, mas sim ao mercado como um todo¹².

Após relatar sobre a figura do Administrador, faz-se necessário abordar sobre o serviço de custódia de valores mobiliários. A custódia é exercida pela figura do Custodiante, podendo este ser uma instituição financeira ou uma entidade de compensação e liquidação. O serviço em questão compreende o depósito de valores mobiliários sobre a guarda da instituição depositária.

O Custodiante se responsabiliza, além da guarda, pela liquidação financeira das operações envolvendo ativos que compõem a carteira de investimentos do fundo. A CVM imputa ao Custodiante uma espécie de fiscalização dos serviços do Administrador, na medida em que este se torna solidariamente responsável por acatar ordens que não estejam estritamente vinculadas aos interesses da administração da carteira de ativos do fundo.

Dando sequência ao breve relato das figuras inerentes, o Gestor da carteira do fundo é o profissional habilitado pelos investimentos da carteira do fundo, atuando na gestão discricionária, selecionando ativos, decidindo pela compra e venda de valores mobiliários, sempre respeitando os limites impostos pela regulamentação para determinada classe de fundo, bem como o objetivo estabelecido nos documentos constitutivos do fundo.

¹¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 80.

¹² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais - Regime Jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 83.

No exercício das suas atividades, o Gestor é responsável por lidar com os intermediários contratados para realizar as operações na carteira do fundo, possuindo poderes para contratar, participar de decisões de voto dos ativos detentores da carteira do fundo, visando os melhores interesses do fundo de investimento e de seus cotistas finais.

Por fim, trataremos da figura do Distribuidor, responsável pela função da distribuição das cotas do fundo de investimento. A regulamentação deixa claro que referida atividade também pode ser realizada pelo Administrador, pelo próprio Gestor, quando este possuir autorização para atuar como distribuidor ou, ainda, por um terceiro habilitado contratado.

Existe a possibilidade de determinado fundo de investimento possuir número ilimitado de distribuidores. Nos termos da regulamentação vigente, é permitida a algumas classes de fundos de investimento a contratação da realização de distribuição de cotas por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, admitindo-as que realizem a subscrição ou a aquisição de cotas do fundo diretamente ou por conta e ordem de seus respectivos clientes.

É interessante retratar o quanto o modelo de distribuição de cotas de fundos de investimento se modernizou no país e os benefícios que essas mudanças trouxeram para os investidores. Antigamente o serviço de distribuição de cotas acabava sendo realizado somente por grandes instituições financeiras e atualmente o modelo foi tão atualizado que hoje em dia é capaz dessa atividade ser executada através de plataformas de investimento com inteligência artificial de mercado.

Com a eficiência das plataformas digitais de investimento veio também a necessidade de melhorar a competitividade neste mercado, visando atrair o investidor. Com a disponibilidade de uma gama de fundos de investimentos, administrados e geridos pelas mais diversas instituições e valores mínimos para aplicação inicial cada vez mais acessíveis, a possibilidade de o investidor diversificar a sua carteira se intensificou.

Esse novo modelo é conhecido na indústria de fundos como “arquitetura aberta” de distribuição, permitindo ao investidor acessar produtos dos mais diversos gestores de recursos em um único ambiente eletrônico. A partir desta espécie de

distribuição se justifica um trabalho pautado em mais segurança aos clientes, sendo possível impulsionar seus recursos por meio de um leque de recomendações, desviando da estrutura engessada vivida no passado.

Referida segurança para o investidor se justifica por meio da verificação no próprio ambiente eletrônico do perfil do investidor, ou seja, o *suitability* e a análise do perfil de investimentos passaram a ser realizados de maneira mais simples e descomplicada.

Diante desta breve e resumida explicação das principais figuras existentes no funcionamento dos fundos de investimento, não se pode deixar de apontar a existência do titular de uma fração ideal do patrimônio do fundo, o cotista.

No entendimento de Ricardo Freitas, as cotas são consideradas valores mobiliários que representam a parcela econômica de uma fração do patrimônio comum. Ao realizar aporte financeiro neste tipo de investimento, o investidor passa a ser cotista do fundo de investimento, de modo a ter direitos limitados à proporção do valor investido¹³.

Ao cotista é assegurado o direito de manifestação de vontade, realizado por meio de assembleia geral de cotistas do fundo, desde que respeitado os limites estabelecidos em lei e na documentação específica do fundo. Muitos dos atos realizados no fundo devem ser previamente informados e aprovados por um *quorum* de cotistas previamente definido pela legislação e pelo respectivo regulamento do fundo. É indispensável que as condições sejam válidas a todos os titulares de cotas do fundo de investimento¹⁴.

Ademais, cumpre ressaltar que o patrimônio de um fundo de investimento não será atingido em virtude de eventuais dívidas pessoais de determinado cotista. No tocante a este tema é assegurado ao credor exercer seu direito tão somente sobre a parcela individual de cotas do cotista devedor.

¹³ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006. p. 97.

¹⁴ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006. p. 98.

2. ANÁLISE DAS PRINCIPAIS ALTERAÇÕES NORMATIVAS

O último grande marco na alteração normativa vivido pela indústria de fundos de investimento ocorreu em 2014, com a entrada em vigor da Instrução CVM nº 555/14 e normas correlatas, como a Instrução CVM Nº 554, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada (“Instrução CVM Nº 554/14”).

Referidas instruções normativas trouxeram importantes atualizações no âmbito regulatório e operacional que impactaram não só os novos fundos lançados na época da sua vigência, como também todos os demais que já estavam em funcionamento, causando impactos nos seus documentos regulatórios e no dia-a-dia das suas operações.

Muitas foram as mudanças trazidas por estas novas regras publicadas pela CVM, porém neste estudo iremos nos aprofundar em duas delas que causaram impactos significativos e bastante interessantes de serem estudados, são eles a redefinição do conceito de investidor e a flexibilização dos limites de investimento em determinados ativos financeiros, especialmente a aplicação em ativos no exterior.

2.1. Novas Categorias de Investidores

Quando o assunto é investimento em fundos, é importante ter em mente que o desenho deste tipo de produto é voltado principalmente aos objetivos e necessidades do seu público alvo: o investidor. É necessário saber que, de acordo com as características desses indivíduos, como o nível econômico e intelectual, o investimento pode ter diferentes níveis de proteção do capital investido e para isso existem regras específicas que devem ser observadas.

Com a publicação da Instrução CVM Nº 554/14, o regulador trouxe alterações significativas na caracterização dos tipos de investidores, passando a considerar como “investidores qualificados”: (i) pessoas naturais e jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado, modificando o

parâmetro anterior de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais); (ii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; (iii) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas classificados como investidores qualificados e (iv) os classificados como “investidores profissionais”, conforme abaixo definidos.

Ainda sobre as introduções da Instrução CVM Nº 554/14, veio a figura do “investidor profissional”, sendo considerados: (i) as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii) as companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) as entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com disposto na regulamentação; (v) os fundos de investimento; (vi) os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) os agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) os investidores não residentes.

Como consequência das referidas mudanças da caracterização dos tipos de investidores no âmbito regulatório, foram necessárias adaptações em normas correspondentes, de forma que os efeitos abrangessem também os valores mobiliários objetos de oferta pública com esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução CVM Nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada, os quais devem ser distribuídos exclusivamente à investidores profissionais, sendo que tais valores mobiliários poderão ser negociados entre investidores qualificados¹⁵.

¹⁵ Freitas Leite. Disponível em: <https://www.freitasleite.com.br/instrucoes-cvm-no-5542014-e-5552014-novo-conceito-de-investidores-qualificados-e-profissionais-e-substituicao-da-instrucao-cvm-no-4092004/>. Acesso em: 22 mai.2021

A classificação dessas categorias de investidor tem como principal objetivo a proteção das pessoas físicas ou jurídicas atuantes nos mercados financeiro e de capitais. Essa preocupação regulatória está diretamente relacionada à capacidade educacional e informacional do investidor e também à eventual existência de conflitos de interesses dentro de determinada estrutura.

Outrossim, essa definição dos parâmetros para identificar o grau de expertise dos investidores quando o assunto é investimento está estritamente relacionada ao *suitability* do investidor. A antiga Instrução CVM N° 539, de 13 de novembro de 2013, revogada pela Resolução CVM N° 30, de 11 de maio de 2021 (Resolução CVM N° 30/21), estabelece sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.

O *suitability* é uma forma eficiente de verificar e adequar um produto que se encaixe às necessidades do investidor, trazendo benefícios de liquidez e segurança não só para ele, mas também para a instituição que lhe é responsável. É uma medida protetiva que traz mais confiança ao investidor e que a longo prazo pode ir mudando de acordo com os anseios e características pessoais de cada indivíduo.

Cada instituição participante do mercado financeiro e de capitais possui autonomia para estabelecer seus respectivos critérios, políticas e procedimentos internos de *suitability*, desde que sejam observados os dispositivos da Resolução CVM N° 30, com base em uma metodologia passível de ser identificada e verificada.

Diante disso é possível traçar um paralelo com o que o regulador denomina de “assimetria informacional”¹⁶, que nada mais é do que a tentativa de segregar a expertise de um investidor classificado como qualificado ou profissional, acima identificados, que possuem capacidade de avaliar algum tipo de assimetria e/ou conflitos de interesses do que os investidores em geral, como o público varejo, que não possuem aptidão para tanto.

O resultado deste amparo da regulamentação pautado na segurança do investidor também acaba por proporcionar aumento na liquidez nos mercados

¹⁶ Anbima. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm. Acesso em: 23 mai.2021

secundários e maior possibilidade de diversificação das carteiras de investimentos dos investidores, além de facilitar a efetiva fiscalização dos participantes dos mercados.

2.2. Flexibilização do Acesso ao Mercado Externo

A Instrução CVM nº 555/14 trouxe um leque de possibilidades para o investidor brasileiro, abrindo novas oportunidades para o investidor qualificado acessar os mercados internacionais de forma mais flexível, observada a regra geral do limite de 40% do seu patrimônio líquido, mas também prevendo o investimento ilimitado nos casos em que o fundo respeitar condições como: (i) sua política de investimentos observar o investimento de, no mínimo, 67% em ativos no exterior; (ii) observar a classificação em classes determinada na legislação, conforme a composição de sua carteira; (iii) seu administrador e gestor devem assegurar que os fundos ou veículos de investimento no exterior submetem-se à regulação e à supervisão por autoridade local reconhecida que estabeleça o atendimento a determinadas condições e possuem documentos que demonstrem a estrutura de governança dos fundos investidos, evidenciando as remunerações, despesas, taxas e encargos e identificando os fatores e níveis de controle de risco e restrições de investimento, conforme estabelecido no Anexo 101 da referida instrução; e (iv) o seu regulamento deve prever sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando a região geográfica em que foram emitidos, se a gestão é ativa ou passiva, se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento, o risco a que estão sujeitos e qualquer outra informação que considerada relevante.

De forma ainda mais flexível, aos fundos destinados a investidores profissionais a norma possibilita o investimento ilimitado em ativos no exterior, fomentando o acesso aos mercados externos e a diversificação da carteira deste tipo de investidor brasileiro.

Além do importante rompimento da antiga trava que os investidores com mais expertise se submetiam, a Instrução CVM nº 555/14 também trouxe importantes alterações nos limites de investimentos no exterior para o investidor geral, dobrando

o limite de acesso à aplicação nos mercados internacionais para o núcleo dos fundos de investimentos destinados ao público varejo.

Com o afrouxamento dos limites de concentração de aplicação em ativos no exterior, o regulador acabou por possibilitar uma maior diversificação de investimentos nos mercados externos para todas as categorias de investidor acima mencionadas.

2.3. Lei da Liberdade Econômica e a Audiência Pública SDM Nº 08/20

Seguindo a ordem cronológica de importantes alterações normativas para a indústria de fundos de investimento no Brasil, não se pode deixar e mencionar a Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, conhecida como a Lei da Liberdade Econômica, bem como a Audiência Pública SDM Nº 08/20 da CVM, como o mais recente marco legal no assunto que já entrou para a história dos fundos de investimentos brasileiros.

A Lei da Liberdade Econômica trouxe para o âmbito jurídico alterações aplicáveis aos fundos de investimentos, incluindo este instituto no Código Civil Brasileiro e estabelecendo importantes definições, como a definição da sua natureza jurídica como sendo um condomínio de natureza especial, afastando expressamente as regras aplicáveis aos condomínios gerais, tema que já foi pauta de muita discussão no passado.

Outra novidade relevante imposta pela Lei da Liberdade Econômica na seara dos fundos de investimento é a possibilidade da limitação da responsabilidade de cotistas de fundos, trazendo mais segurança e clareza ao investidor que a partir de então terá a sua responsabilidade limitada às cotas de sua titularidade, ou seja, ao montante investido no fundo de investimento.

Ainda no tocante à limitação de responsabilidades, a nova Lei da Liberdade Econômica trouxe a possibilidade da limitação das responsabilidades dos prestadores de serviços na estrutura dos fundos de investimento, indo em contramão

à previsão da responsabilidade solidária entre a figura do administrador e dos demais prestadores de serviços do fundo, estabelecida na Instrução CVM nº 555/14.

Ademais, a inserção de um capítulo dedicado ao instituto dos fundos de investimento no Código Civil Brasileiro reafirmou e tornou pública a competência da CVM para regular esse tipo de investimento e regulamentar as alterações introduzidas no referido código. Apesar da vigência da Instrução CVM nº 555/14, ficou evidente que uma nova alteração normativa no âmbito da CVM seria necessária para alcançar as novas disposições da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

Outro tópico discutido desde a vigência da Instrução CVM nº 555/14 que a Lei da Liberdade Econômica trouxe à tona é o foco na inovação e na redução dos custos das estruturas de fundos de investimento. Ao possibilitar a criação de classes distintas de cotas, com patrimônio segregado entre cada uma delas, bem como a dispensa do registro em cartório do regulamento que rege os fundos de investimento, é possível trazer eficiência econômica para o investidor final.

A interpretação das novas regras traz uma ideia de mais segurança jurídica à estrutura de fundos, a qual passa a se aproximar ainda mais dos padrões de estruturas internacionais em mercados mais desenvolvidos. Com mais autonomia e eficiência, a simplificação dos fundos de investimentos na indústria brasileira fomenta a competitividade saudável no mercado de capitais.

Com a necessidade da atualização da Instrução CVM nº 555/14 decorrente da Lei da Liberdade Econômica, por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20 (Edital), a CVM tornou pública uma nova minuta de resolução que estabelece sobre a constituição, funcionamento e divulgação de informações sobre fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, com a ideia principal de modernizar a regulamentação dos fundos de investimento e adequá-la às disposições da Lei da Liberdade Econômica.

Por meio deste Edital, a CVM propõe importantes alterações não só no campo dos fundos de investimentos tradicionais, regulados pela Instrução CVM nº 555/14, mas também a modernização da Instrução da CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que estabelece a regulamentação do fundo de investimento em direitos creditórios.

Referido Edital causou um movimento bastante significativo no mercado de fundos de investimento no Brasil. Profissionais das mais diversas áreas e instituições participantes no funcionamento da indústria dos fundos de investimento se reuniram para estudar e propor alterações no texto que dará suporte para uma nova instrução normativa regulamentar.

A expectativa da publicação da nova regulamentação da CVM é inevitável e com base no Edital é possível identificar alterações que trarão impactos na decisão de investimento dos brasileiros. Dando sequência ao tema já abordado no presente estudo e com foco ao acesso do investidor aos mercados globais, a espera pela democratização do acesso ao público varejo aos mercados internacionais é indiscutível e será um marco na evolução deste investimento no país.

Outra alteração que merece ser mencionada e que com certeza impactará na decisão de investir ou não em determinado fundo de investimento é possibilidade da previsão da responsabilidade limitada dos cotistas dentro da estrutura, ou seja, será possível prever se a responsabilidade dos cotistas será limitada às suas quantidades de cotas ou se o fundo será com a responsabilidade ilimitada dos cotistas pelas perdas patrimoniais do fundo.

3. A RELAÇÃO DO INVESTIDOR COM OS FUNDOS DE INVESTIMENTO REGULADOS NO BRASIL

O principal objetivo neste capítulo é entender melhor o comportamento financeiro no percurso da vida dos brasileiros, focadas nas classes de indivíduos que possuem algum tipo de renda, seja ela oriunda de salários, aposentadorias ou pensões ou, ainda, que pessoas vivem de rendimentos em virtude de investimentos.

Muitos estudiosos das finanças comportamentais estudam a importância do dinheiro na vida dos indivíduos. Além da importância clara deste recurso em ambiente capitalista, o dinheiro é visto como um meio de viabilizar a vida, ou seja, na cabeça de muitos brasileiros o dinheiro é o alicerce para construção de sonhos e decidir o que fazer com os recursos que se têm em excesso é uma decisão bastante complexa e envolve diversas variantes.

A busca pelo conhecimento em finanças com o objetivo de entrar ou se aprofundar no assunto é pauta cada vez mais presente na vida dos brasileiros, seja em cursos, periódicos, redes sociais ou até mesmo em discussões entre pessoas próximas. O acesso a este tipo de informação vem sendo cada vez mais acessado e consumido no Brasil e entender o comportamento do brasileiro neste assunto traz conclusões importantes.

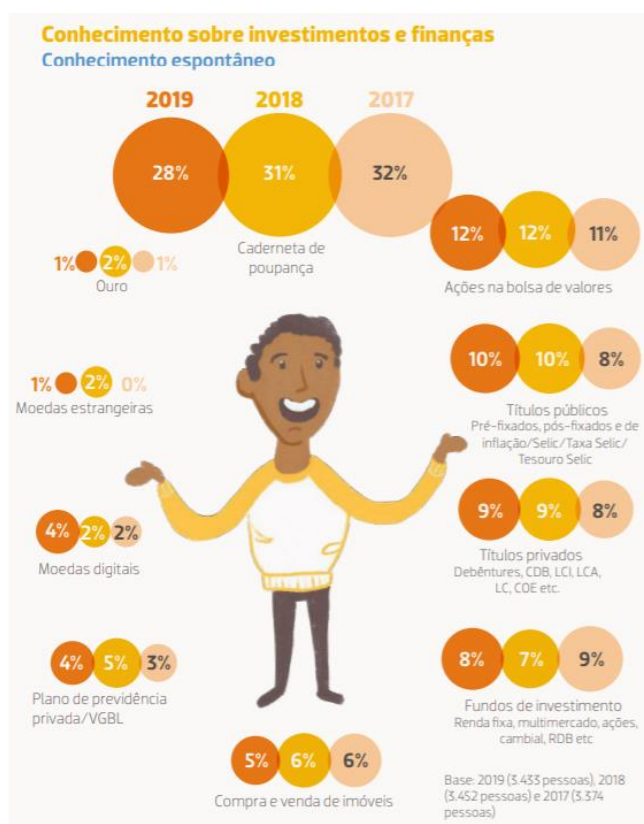
Um dos principais pilares que norteiam as atividades da CVM e da ANBIMA é a educação financeira voltada não só para profissionais inseridos neste mercado ou investidores, mas também a sociedade como um todo, apoiando programas que viabilizam o acesso à informação deste tipo de conteúdo ao brasileiro.

A ANBIMA tem como alicerces os pilares de Informar, Representar, Aturarregular e Educar. O pilar da Educação financeira sempre foi o grande norte de ações e comunicações desta entidade ao mercado e aos investidores, tratando já há algum tempo sobre a importância deste assunto, e publicando informação relevante para todos.

A ANBIMA está atualmente na quarta edição da pesquisa Raio X do Investidor Brasileiro¹⁷, pesquisa conduzida pelo Instituto Datafolha que busca aprofundar, diante de dados concretos, a relação dos brasileiros com a gestão dos seus recursos, trazendo subsídios neste estudo sobre o comportamento da população quando o assunto é investimento.

Uma das conclusões da penúltima pesquisa da ANBIMA que traz embasamento ao presente trabalho é o grau de conhecimento do brasileiro sobre fundos de investimentos. Neste cenário, conforme ilustração abaixo, é possível identificar que o veículo fundo de investimento não aparece como uma alternativa imediata de investimento na vida dos brasileiros, ficando para trás de investimentos como a caderneta de poupança, investimentos diretos em ações, títulos públicos, entre outros.

Figura 1 – Conhecimento sobre investimentos e finanças



Fonte: Anbima (2020)

¹⁷ Anbima. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2020.htm. Acesso em: 22 mai.2021

Diante disso, fica nítido o nicho restrito de investidores tratados nesta pesquisa. Entretanto, é importante ter em mente que ao longo dos últimos anos o acesso ao investimento em fundos cresceu e a tendência pela utilização das reservas de recursos serem investidas neste tipo de investimento é crescente considerando, inclusive, atualizações normativas que trazem atrativos em diversos aspectos.

3.1. Conceitos de Finanças Comportamentais

Muitos estudiosos se dedicaram em definir os pilares fundamentais que suportam a abordagem das finanças comportamentais, são eles: os limites à arbitragem, que estão relacionados com a dificuldade enfrentada por investidores racionais ao lidar com anomalias de mercado causadas por investidores irracionais; e a psicologia, que descreverá os desvios das racionalidades propriamente ditos para responder a tais distorções¹⁸.

Estudos em Finanças Comportamentais mostram que a interação em um mercado de agentes racionais e irracionais, a irracionalidade pode afetar significativamente os preços dos ativos e, conseqüentemente, toda cadeia de investimentos. Segundo a teoria tradicionalista, o preço de um determinado ativo no mercado é igual ao seu valor “fundamental”, que é dado pelo valor presente de seus fluxos de caixa esperados. A esta hipótese, Fama dá o nome de Hipótese dos Mercados Eficientes (HME)¹⁹.

As finanças comportamentais contestam a HME e passam a considerar o agente econômico como um ser humano suscetível a cometer erros, passível de agir sob impulsos irracionais e passionais. Com a ajuda de teorias psicanalíticas, como a Freudiana, o entendimento das ações dos indivíduos é muito mais compreensível,

¹⁸ ABEL, A. B.; MANKIW, N.G.; SUMMERS L.H.; ZECKHAUSER R.J. *Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence*. The Review of Economic Studies 56(1). 1989. pp. 1-19.

¹⁹ FAMA, E. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance. v.25. 1970. p. 25.

até porque Freud baseou sua teoria contestando a racionalidade Cartesiana e dividindo a mente humana em consciente e inconsciente, tornando a razão em um mero efeito de superfície²⁰.

A arbitragem é uma estratégia de investimento que proporciona ganhos financeiros sem que haja risco ou custos adicionais envolvidos. Os arbitradores são investidores racionais que tentam auferir tal ganho sem exposição ao risco. Estudos comportamentais mostram que a arbitragem perfeita não pode ser feita no mundo real, uma vez que há sempre alguma exposição a risco, o que pode acarretar em uma anomalia no preço.

Na década de 70, Kahneman e Tversky fizeram uma vasta pesquisa sobre o comportamento do investidor e importaram das ciências humanas, como a Psicologia e a Sociologia, interpretações para os resultados obtidos. Eles mostraram empiricamente que as ações dos agentes econômicos são influenciadas por diversos vieses, dentre os quais se destacam: a) excesso de confiança – os indivíduos tendem a desconsiderar a real incerteza das situações e superestimar suas próprias estimativas e sua confiança; b) Otimismo – as pesquisas dos autores comprovaram que 90% dos indivíduos tendem a fantasiar sobre suas reais habilidades, acreditando que são melhores do que realmente o são; c) Representatividade – foi mostrado que os indivíduos utilizam atalhos mentais para estimar a probabilidade de ocorrência de um evento; além de d) Perseverança, e) Ancoragem; f) Disponibilidade; g) Aversão a Ambiguidade; e outros tantos vieses estudados pelos autores²¹.

Um outro conceito que se faz bastante presente nas finanças comportamentais e pode ser entendido por meio da psicologia é a aversão à perda, isto é, um indivíduo sente muito mais dor pelo que perde do que prazer com um ganho equivalente. Sobre isso, Rabin²² conclui que o ser humano tende a preferir manter seu padrão de riqueza constante a mudanças que possam envolver perdas, o que pode ser interpretado como uma forma de resistência à mudança, ou em última análise o “medo do futuro”. Freud jamais utilizou o termo aversão, mas sobre

²⁰ FAMA, E. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance. v.25. 1970. p. 25.

²¹ KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. *Choices, Values and Frames*. New York, EUA: Editora: Russell Sage Foundation, Cambridge University Press. 1984. pp. 67-92.

²² RABIN, M. *Psychology and economics*. Journal of Economic Literature, v. 36. 1998. p.p. 11-46.

situações de risco ele introduz os conceitos de pavor, medo e angústia. Para o investidor avesso à perda, o conceito freudiano que melhor se aplica é o de angústia, que seria um estado caracterizado pela expectativa e a preparação para enfrentar um perigo, por mais que seja desconhecido.

Convém ressaltar que toda a bibliografia sobre Economia e Finanças Comportamentais estuda o funcionamento do mercado de ações e de investidores (racionais ou não) em bolsas de valores, conhecedores do mercado financeiro. Por se tratar de um campo de estudos mais recente, ainda é pequena a bibliografia ou estudos comportamentais que abordem o comportamento do investidor em fundos de investimento ou que questionem a racionalidade do investidor de perfil conservador. A maior parte dos estudos existentes hoje abordam apenas como os gestores de fundos de investimento ou de carteiras administradas se comportam no mercado.

Conceitos de finanças comportamentais tornaram-se a base para grande parte das instituições construírem seus questionários de *suitability* e Análise do Perfil do Investidor, visando mapear o perfil dos investidores para sugerir alocações de investimento coerentes com o perfil e objetivos de investimento dos investidores.

3.2. Ciclo de Vida do Investidor

Decidir o que fazer com os recursos que se têm em excesso é uma decisão bastante complexa e envolve diversas variáveis que vão muito além do que se pode imaginar, considerando ser inerente a cada indivíduo as necessidades, objetivos e demais peculiaridades que interferem na tomada desse tipo de decisão.

No caso do investimento em um fundo, o processo de decisão é muito mais complexo do que quando se está diante da compra de um bem de consumo tangível qualquer, uma vez que tal decisão envolve, entre outras tantas variáveis, um grau de comprometimento com o instituto. A este tipo de decisão, Kotler²³ dá o nome de

²³ KOTLER, Philip; KELLER, Kevin. *Administração de Marketing*. 14. ed. São Paulo: Pearson Education Brasil, 2012. p.p. 186-187.

“Processo Decisório Complexo” e o divide em três etapas: uma etapa inicial na qual o comprador desenvolve certas crenças e valores atribuídos ao produto; uma segunda etapa na qual o próprio consumidor desenvolve atitudes em relação ao produto para só então fazer sua escolha refletida de compra, tida como a terceira etapa.

Reilly e Brown²⁴, mostram que uma decisão de investimento, basicamente, envolve duas alternativas: guardar estes recursos em um lugar seguro ou buscar a oportunidade de se aumentar o valor desses recursos ao longo do tempo. Ainda neste trabalho, Reilly e Brown, analisam o comportamento do investidor ao longo de sua vida e a dividem basicamente em três fases distintas como se pode ver na figura a seguir.

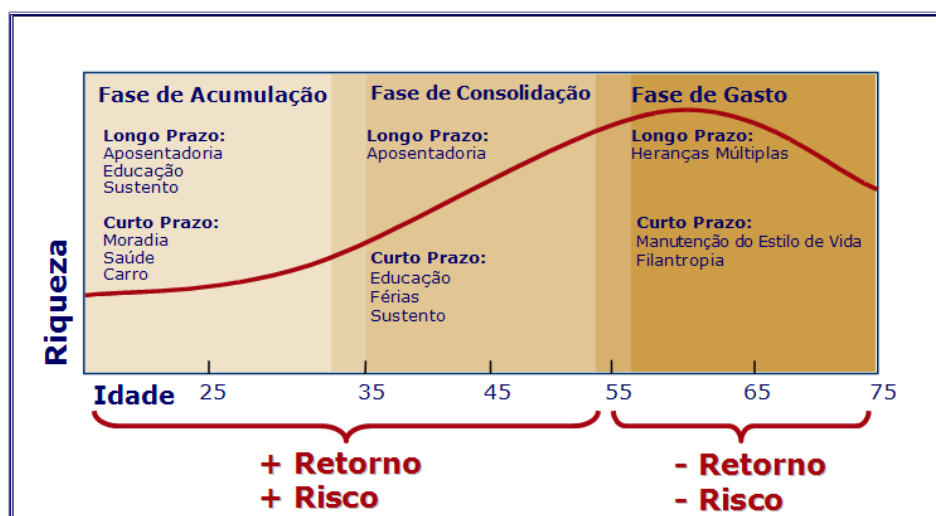
A primeira fase da vida do investidor se inicia por volta dos 20 anos, quando ele deixa de depender dos recursos dos pais e começa a “acumular” recursos próprios, fato que dá nome à fase: Fase de Acumulação. É neste período que o investidor pode correr mais riscos em busca de maiores retornos. Suas preocupações de curto prazo são aquelas relacionadas à moradia e saúde. Como preocupações de longo prazo, valem ser citadas a educação, o próprio sustento e, em um segundo plano, a aposentadoria.

A segunda fase da vida do investidor é a Fase de Consolidação, tanto financeira como profissional, nela há ainda um espaço para investimentos mais agressivos em busca de maiores retornos, porém suas preocupações de curto e longo prazo podem comprometer parcelas maiores de sua renda.

A Fase de Gasto é a última fase da vida do investidor, nela os investimentos devem ser mais conservadores, sendo as principais preocupações a manutenção do estilo de vida e a herança que o investidor deixará para seus familiares.

²⁴ REILLY, Frank; BROWN, Keith. *Investment Analysis and Portfolio Management*. Southwestern University, EUA. Editora: South-Western Educational Publishing, 2002. p.p 160-162.

Figura 2 – Ciclo de Vida do Investidor



Fonte: Reilly, Frank K. and Brown, Keith C., *Investment Analysis and Portfolio Management*. South-western

REILLY, Frank; BROWN, Keith. *Investment Analysis and Portfolio Management*, EUA. Editora: South-Western Educational Publishing, 2002.

Assim, é possível verificar que um investimento deve buscar aumentar seus recursos por meio de uma remuneração, que deve compensar a perda de liquidez imediata, pela taxa de inflação esperada para o período e a incerteza do cenário futuro.

O entendimento do processo decisório de investimento dos agentes econômicos é o foco de estudo de muitos campos das finanças, desde as teorias mais tradicionais até as teorias mais modernas, porém, basicamente, essas teorias diferem em um ponto específico, a racionalidade do agente.

O conceito de retorno de um investimento é indissociável do conceito de risco do mesmo, sendo bastante oportuna a explicação da relação existente entre ambos. Quando se fala em risco de um ativo qualquer, está se falando de um conjunto de inúmeros fatores que podem gerar uma perda ou desvalorização. Dentre esses fatores, existem alguns que são mensuráveis e outros que não.

Entendendo-se risco como sendo uma possibilidade de haver perda, é possível concluir que, quanto mais certo for o retorno de um ativo, menor será sua variabilidade e probabilidade de perda e, conseqüentemente, menor será seu risco.

No campo das finanças, é muito comum se medir o risco de um ativo por meio da probabilidade de ocorrência de vários resultados, com base em dados históricos, porém, vale ressaltar que as análises qualitativas dos riscos de um ativo não devem ser esquecidas pelo analista ao calcular tal risco.

Geralmente, para o cálculo em si, os analistas financeiros verificam quanto os retornos variaram da média dos retornos históricos em um intervalo de tempo pré-determinado (desvio-padrão), ou seja, eles medem a volatilidade ou variabilidade histórica dos retornos em questão. Assim, quanto maior for esta volatilidade, maior será a probabilidade de perda e, portanto, maior será seu risco. Tais cálculos também permitem que se assume um retorno esperado para o ativo e a probabilidade dele não ocorrer.

É essencial que consultores financeiros que lidam diariamente com clientes que não possuem vasto conhecimento financeiro, assegurem que a relação risco e retorno seja compreendida pelos clientes, certificando-se que eles saibam que se estiverem dispostos a receber maiores retornos, significa estarem dispostos a maiores exposições à possibilidade de perdas.

4. OS IMPACTOS NORMATIVOS NA ALOCAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

A questão da regulamentação e da legislação sempre contribuiu fortemente para a evolução da indústria de fundos de investimento, partindo de iniciativas privadas ou governamentais com o objetivo principal de tornar o mercado financeiro mais transparente e seguro.

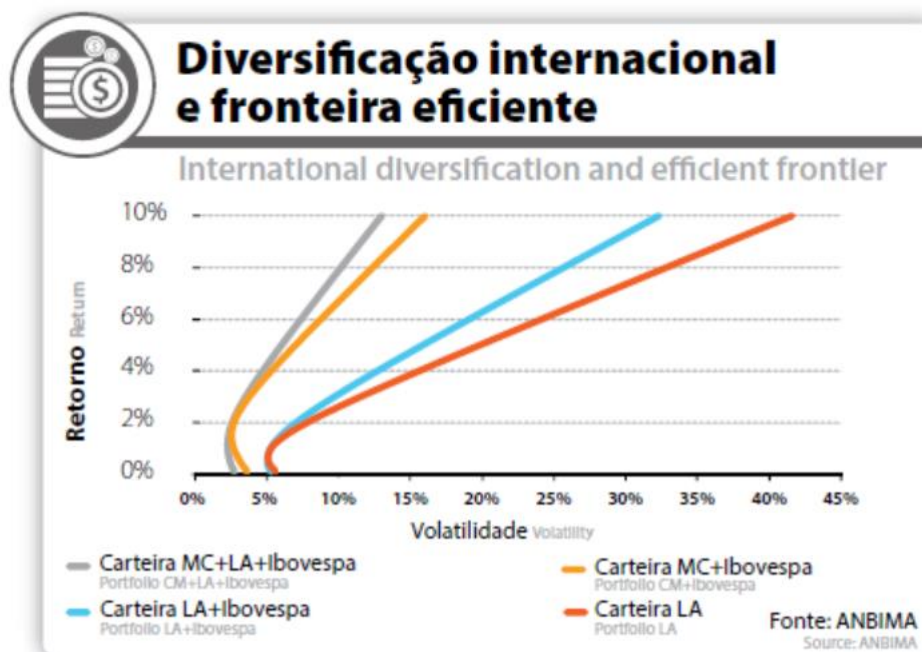
Neste sentido, foram criadas condições perfeitas para a formação de administradoras de recursos ligadas às instituições financeiras e gestoras independentes, aumentando ainda mais a especialização do setor, demonstrando muito mais transparência e segurança jurídica que puderam ser percebidas pelos investidores.

De maneira muito lúcida, os professores William Eid Junior e Ricardo Ratner Rochman²⁵ do Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas/São Paulo, escreveram um artigo demonstrando com dados concretos que a criação deste tipo de produto traz vasta possibilidade para os investidores, como a “fronteira eficiente dos investimentos”.

Diante disso, foi demonstrando a eficiência que a diversificação dos investimentos e a abertura de fronteiras para os mercados internacionais é capaz de oferecer maiores retornos ao investidor, considerando o mesmo nível de volatilidade, conforme ilustrado no gráfico abaixo ilustrado:

²⁵ JUNIOR, E. W.; ROCHMAN, R. R. *Fundos de Investimento no Brasil: Desafios e Oportunidades*. Anuário 2015 – Indústria de Fundos de Investimentos. 2015. p. 16. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/aif/article/download/52919/66903>. Acesso em: 13 mai.2021

Gráfico 1 – Diversificação internacional e fronteira eficiente



Fonte: Anbima (2020)

Segundo os professores William Eid Junior e Ricardo Ratner Rochman, o gráfico acima transmite a essência da “fronteira eficiente dos investimentos”. Ao analisá-lo, é possível verificar o ganho com o investimento de ativos brasileiros e dos Mercados Centrais (MC), se comprado ao investidor LA que acessa somente a Bovespa²⁶.

Diante do exposto, não resta dúvidas dos benefícios que a alteração dos limites específicos para o acesso dos fundos de investimentos no mercado externo traz para o investidor brasileiro, porém é importante frisar que a flexibilização ainda se encontra focada nos investidores profissionais e qualificados, de forma que o investidor geral ainda encontra obstáculos regulatórios mais protetivos e consegue

²⁶ JUNIOR, E. W. e Rochman, R. R. *Fundos de Investimento no Brasil: Desafios e Oportunidades*. Anuário 2015 – Indústria de Fundos de Investimentos. p. 17, 2015. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/aif/article/download/52919/66903>> Acesso em: 05 jun.2021

expor apenas uma pequena parcela da sua carteira dedicada aos investimentos internacionais.

5. CONCLUSÃO

Diante dos aspectos abordados, de início, verifica-se cada vez mais a procura pelo brasileiro por investimentos das mais diversas características, sob a condução de profissionais prestadores de serviços especializados neste ramo. Neste sentido, o foco foi dado a um instrumento de investimento coletivo com mecanismos democráticos que permitem ao investidor ter acesso a estratégias mais elaboradas, contando com as atividades de administração e gestão especializadas.

Com o crescimento e com a frequente dinâmica encontrada no sistema financeiro atual, o direito brasileiro foi obrigado a reconhecer a indústria de fundos de investimento e adequar sua legislação e regulamentação ao cenário econômico em constante mudança, estando claro que a atualização com eficiência das regras pode trazer importante crescimento para este núcleo de investimento.

Neste sentido, este trabalho também procurou explorar o comportamento do investidor brasileiro e entender as necessidades e alternativas de investimento no atual momento econômico. Diante das diversas incertezas políticas e econômicas vividas no país nos últimos tempos, o investidor terá pela frente uma série de desafios e o principal deles será compreender que para manter os atuais níveis de rentabilidade, ele terá que partir em busca de novas oportunidades.

Procurando atender às expectativas e necessidades dos investidores brasileiros, o regulador e as normas que norteiam a indústria de fundos de investimento já se mostraram dispostos a modernizar e flexibilizar seus ditames, sem deixar de demonstrar a necessária preocupação com a proteção dos investidores e do mercado de capitais no Brasil. Ainda neste sentido, é possível concluir que o arcabouço jurídico que norteia essa esfera é capaz de atingir de maneira muito positiva também investidores internacionais.

Além disso, fica evidente a impossibilidade de destrinchar em um só estudo todas as alterações normativas que refletem no funcionamento e, conseqüentemente, na motivação do investidor em acessar os fundos de investimentos, mas de forma muito simplista ao longo da análise deste estudo fica nítida a relevância deste tema em diversos aspectos do mercado de capitais.

Dito isso, fica a reflexão da extrema importância do Direito caminhar lado a lado às demais áreas que norteiam os mercados financeiro e de capitais. A conciliação entre esses campos de atuação prova que uma indústria de fundos de investimento robusta somente traz benefícios para a sociedade se contar com a segurança jurídica essencial às necessidades do investidor brasileiro.

REFERÊNCIAS

ABEL, A. B.; MANKIW, N.G.; SUMMERS L.H.; ZECKHAUSER R.J. Assessing Dynamic Efficiency: Theory and Evidence. *The Review of Economic Studies* 56(1). 1989.

ALONSO, Félix Ruiz. Os Fundos de Investimentos. *Revista de Direito Mercantil – 1*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1971.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Classificação dos Investidores e Suitability no Mercado de Valores Mobiliários. 2014. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/regulacao/informe-de-legislacao/classificacao-dos-investidores-e-suitability-no-mercado-de-valores-mobiliarios.htm>.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Pesquisa revela os cinco comportamentos mais comuns das pessoas na relação com dinheiro. 2017. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/pesquisa-revela-os-cinco-comportamentos-mais-comuns-das-pessoas-na-relacao-com-dinheiro.htm>.

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

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais - Regime Jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. v.25. 1970.

FERREIRA, Vera Rita de Mello. Decisões Econômicas - Você Já Parou Para Pensar?. São Paulo: Évora, 2014.

FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006.

Freitas Leite. Informes. Instruções CVM nº 554/2014 e 555/2014 – Novo conceito de Investidores Qualificados e Profissionais, e Substituição da Instrução CVM nº 409/2004. 2015. Disponível em: <https://www.freitasleite.com.br/instrucoes-cvm-no-5542014-e-5552014-novo-conceito-de-investidores-qualificados-e-profissionais-e-substituicao-da-instrucao-cvm-no-4092004/>.

GODELIER, Maurice. Racionalidade e Irracionalidade na Economia. Rio de Janeiro: Ed. Tempo Brasileiro, 1970.

KAHNEMAN, D.; TVERSKY, A. Choices, Values and Frames. New York, EUA: Editora: Russell Sage Foundation, Cambridge University Press, 1984.

KOTLER, Philip; KELLER, Kevin. Administração de Marketing. 14. ed. São Paulo: Pearson Education Brasil, 2012.

LOBAO, Julio. Finanças Comportamentais. São Paulo: Actual, 2020.

MOSCA, Aquiles. Finanças Comportamentais. São Paulo: Campus Elsevier, 2009.

NETO, Alexandre Assaf. Mercado Financeiro. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

PÓVOA, Alexandre. Mundo Financeiro: O olhar de um gestor. São Paulo: Saraiva, 2010.

RABIN, M. Psychology and economics. Journal of Economic Literature, v. 36. 1998.

REILLY, Frank; BROWN, Keith. Investment Analysis and Portfolio Management. Southwestern University, EUA. Editora: South-Western Educational Publishing, 2002.

SECURATO, José Roberto; SECURATO, José Cláudio. Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento. 3. ed. São Paulo: Saint Paul, 2009.

Vários autores. Poder Judiciário e Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2008.

WALD, Arnaldo. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, 2006.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

Referências Legislativas:

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº. 145, de 14 de abril de 1970. Dispõe sobre 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. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=070000017&method=detalharNormativo>>.

BRASIL. Lei nº. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 16 de julho de 1965 e retificado em 16 de agosto de 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>.

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. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 9 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385compilada.htm>.

BRASIL. Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 18 de setembro de 1946. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 18 de setembro de 1946. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao46.htm>.

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. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 13 de fevereiro de 1967. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm>.

BRASIL. Lei nº. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm>.

BRASIL. Lei nº. 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 20 de setembro de 2019. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Disponível em: < <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html> >.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 554, de 17 de dezembro de 2014. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 539, de 13 de novembro de 2013. Revogada. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução da CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e

operações ao perfil do cliente. Disponível em: < <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-cvm-n-30-de-11-de-maio-de-2021-319483569>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Edital Audiência Pública SDM N° 08/20 da CVM. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html>.

Documentos Eletrônicos:

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros, 2020. Disponível em: < https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm>.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Boletim de Fundos de Investimento. 2021. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-de-fundos-de-investimento-registra-entrada-liquida-de-r-42-bi-em-maio-8A2AB2B679D9D1D70179EBF4405E0DFB-00.htm>.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Raio x do Investidor. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2020.htm>.

Como Investir. Nasce o primeiro fundo brasileiro. 2007. Disponível em: <http://www.comoinvestir.com.br/boletins-e-publicacoes/boletim-como-investir/Paginas/nasce-primeiro-fundo-brasileiro.aspx>.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. TOP – Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 4ª. ed. Rio de Janeiro: 2019. Disponível em: < https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf>.

JUNIOR, E. W.; ROCHMAN, R. R. Fundos de Investimento no Brasil: Desafios e Oportunidades. Anuário 2015 – Indústria de Fundos de Investimentos. 2015. Disponível em:

<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/aif/article/download/52919/66903>.

Sítios Eletrônicos:

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em: < https://www.anbima.com.br/en_us/institucional/>.

ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Como Investir. Disponível em: < <https://comoinvestir.anbima.com.br/>>.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Portal do Investidor CVM. Fundos de Investimento. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Investindo/Tipos_Investimento/Fundos_Investimento.html>.

Palácio do Planalto. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>.