

INSPER

LL.M. DIREITO DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS

ISABELLA MAGALHÃES

**A LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA E SEUS IMPACTOS NA MODERNIZAÇÃO
DA REGULAÇÃO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL**

SÃO PAULO

2021

Isabella Magalhães

A Lei de Liberdade Econômica e seus impactos na modernização da regulação da indústria de fundos de investimento no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao programa de LL.M. de Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para a obtenção do título de pós graduado em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Orientadora: Prof^a. Pâmela Gabrielle Romeu Gomes Roque

Data de aprovação: __/__/____

São Paulo
2021

Magalhães, Isabella

A Lei de Liberdade Econômica e seus impactos na modernização da regulação da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil.

Isabella Magalhães – São Paulo, 2021.

44 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (LL.M. Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, 2021.

Orientadora: Pâmela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Lei de Liberdade Econômica. 2. Lei 13.874/19. 3. Fundos de Investimento. 4. Comissão de Valores Mobiliários. I. Isabella Magalhães. II. A Lei de Liberdade Econômica e seus impactos na modernização da regulação da Indústria de Fundos de Investimento no Brasil.

Isabella Magalhães

A Lei de Liberdade Econômica e seus impactos na modernização da regulação da indústria de fundos de investimento no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao programa LL.M. de Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para a obtenção do título de pós graduado em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Orientadora: Prof^a. Professora Pâmela Gabrielle Romeu Gomes Roque

Banca Examinadora

Prof^a. Pâmela Gabrielle Romeu Gomes Roque
INSPER

Com íntima gratidão, dedico o presente trabalho a todos aqueles que, por meio de oportunidades, ações ou palavras, me incentivaram a concluir mais esta etapa de uma brilhante e satisfatória trajetória profissional, que orgulhosamente carrego comigo. Em especial, à minha mãe – Doutora, aqui está o resultado de quem você me tornou. Minha admiração por sua profunda e tão singular inteligência será eternamente a mola propulsora para o meu incessante desejo de crescer.

Resumo

Este artigo científico apresenta como objetivo principal identificar e analisar os aspectos gerais aguardados na nova regulamentação de fundos de investimento no mercado de capitais brasileiro, bem como seu alcance e impactos em virtude das necessárias adaptações que se farão necessárias para incorporar, na regulação em vigor, em especial, na Instrução CVM nº 555, de 15 de dezembro de 2014, as inovações trazidas pela Lei 13.874/19 – Lei de Liberdade Econômica – visando a modernização da indústria de fundos de investimento no Brasil e sua equiparação aos mais elevados padrões internacionais. Dentre os impactos de maior destaque, será abordada a expansão da alçada regulatória da Comissão de Valores Mobiliários, o contexto histórico que viabilizou tal expansão e a clara exposição de quais são hoje, os deveres e responsabilidades alcançáveis pela Autarquia, como a ratificação do amplo poder regulatório da CVM sobre a constituição, funcionamento e quaisquer outros aspectos, direta ou indiretamente, relacionados aos fundos. Não obstante, será abordada a análise da revolucionária mudança viabilizada pela referida lei com relação à natureza jurídica dos fundos, que até então, recebia tratamento igualitário aos demais condomínios em geral contidos no Código Civil Brasileiro. Por fim, será avaliada a propositura do regulador acerca da elaboração de uma regulamentação única, que tem como fundamento consolidar e uniformizar todas as regras aplicáveis aos fundos de investimento, de qualquer espécie, em um único normativo, que será acompanhado de anexos que descreverão as características e exigências específicas aplicáveis à cada categoria de fundo de investimento. Com tal avanço, será possível, vis-a-vis às práticas internacionais, padronizar as regras aplicáveis, de forma geral, aos fundos de investimento sem, contudo, desabonar a preservação dos interesses e direitos dos investidores e prestadores de serviço que cerceiam este mercado. O anseio pela modernização da regulação de fundos é pauta esperada de longa data e ganhou ainda mais relevância com a real oportunidade de renovação do marco legal desta indústria. Assim, o objeto de análise deste artigo é oportunidade indispensável para aproximar a indústria de fundos de investimento no Brasil aos mercados mais renomados e desenvolvidos, alcançar ganhos significativos para a economia local e fomentar a atratividade e interlocução internacional do nosso país.

Palavras-chave: 1- Lei de Liberdade Econômica. 2- Lei 13.874/19. 3- Fundos de Investimento. 4- Comissão de Valores Mobiliários.

Abstract

This scientific article has as its main objective to identify and analyze the general aspects expected in the new regulation of investment funds in the Brazilian capital market, as well as its scope and impacts due to the necessary adaptations that will be necessary to incorporate, in the regulation in force, in particular, in CVM Instruction No. 555, of December 15, 2014, the innovations brought by Brazilian Law 13.874/19 – Economic Freedom Law – aiming at the modernization of the investment fund industry in Brazil and its equivalence to the highest international standards. Among the most prominent impacts, the expansion of the regulatory authority of the Securities and Exchange Commission of Brazil will be addressed, the historical context that made such expansion possible and the clear exposition of what the duties and responsibilities achievable by the Autarchy are today, such as the ratification of the broad power CVM regulatory framework on the constitution, operation and any other aspects, directly or indirectly, related to the funds. Nevertheless, the analysis of the revolutionary change made possible by the aforementioned law in relation to the legal nature of the funds, which, until then, received equal treatment to other condominiums in general contained in the Brazilian Civil Code, will be addressed. Finally, the regulator's proposal on the preparation of a single regulation will be evaluated, which is based on consolidating and standardizing all the rules applicable to investment funds, of any kind, in a single regulation, which will be accompanied by annexes that describe the specific characteristics and requirements applicable to each investment fund category. With such progress, it will be possible, in line with the international practices, to standardize the rules applicable, in general, to investment funds without, however, discrediting the preservation of the interests and rights of investors and service providers that limit this market. The desire to modernize the regulation of funds has been a long-awaited agenda and has gained even more relevance with the real opportunity to renew the legal framework for this industry. Thus, the object of analysis of this article is an indispensable opportunity to bring the investment fund industry in Brazil closer to the most renowned and developed markets, achieving significant gains for the local economy and fostering the attractiveness and international dialogue of our country.

Keywords: 1- Brazilian Economic Freedom Law; 2- Brazilian Law 13.874/19; 3- Investment Funds; 4- Securities and Exchange Commission of Brazil.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	CENÁRIO MACROECONÔMICO E POLÍTICO DO BRASIL	13
3	A LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA (LEI 13.874/19)	17
4	A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	20
	4.1. CONTEXTO HISTÓRICO	20
	4.2. PODER REGULATÓRIO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	21
5	FUNDOS DE INVESTIMENTO: ASPECTOS GERAIS	24
6	IMPACTO REGULATÓRIO DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA NA REGULAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL	28
	6.1. NOVA NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	30
	6.2. EXPANSÃO DA COMPETÊNCIA REGULATÓRIA DA CVM	34
	6.3. DEMAIS IMPACTOS DA MODERNIZAÇÃO DA NOVA REGULAÇÃO DE FUNDOS	35
7	CONCLUSÃO	40
	REFERÊNCIAS	42

1 INTRODUÇÃO

Considerando o advento da Medida Provisória nº 881 (MP 881), de 30 de abril de 2019, e sua conseguinte conversão na Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (Lei de Liberdade Econômica), denominada e popularmente conhecida como Lei de Liberdade Econômica, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em especial, através da sua Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM), área técnica responsável, dentre outras atribuições, por conduzir processos de normatização de assuntos de competência da CVM¹, voltou seus esforços à modernização da regulamentação dos fundos de investimento visando, com a oportunidade, aprimorar a regulação que rege os fundos de investimento no Brasil, partindo da sistematização de potenciais avanços trazidos pela Lei de Liberdade Econômica ora citada. Nesse sentido, o presente artigo visa apresentar os impactos trazidos pela nova legislação e, em decorrência disto, demonstrar quais são os principais efeitos na indústria de fundos brasileira.

As ações para modernização das normas de fundos de investimento encontravam-se em escassez há um relevante lapso de tempo – aproximadamente 7 (sete) anos – sendo que a última edição da “norma mãe” de fundos foi publicada em 2014, na forma da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014² (ICVM 555).

Assim, podemos afirmar que a indústria de fundos de investimento no Brasil estava carente de atualização e aprimoramentos que acompanhassem a evolução do mercado financeiro e de capitais como um todo, e permeia, nesse momento, por um iminente e crucial marco histórico de modernização em sua regulamentação.

Como evidência prática do contexto supracitado, no dia 1º de dezembro de 2020, a CVM divulgou um Edital de Audiência Pública para modernizar as regras gerais sobre fundos de investimento, também conhecido como Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20 (EAP 08/20), que veio para adaptar e regulamentar os avanços inseridos pela Lei de Liberdade Econômica.

¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)**. Rio de Janeiro, RJ, 13 out. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/composicao/orgaos-especificos/superintendencia-de-desenvolvimento-de-mercado>. Acesso em: 12 dez. 2020.

² BRASIL. Instrução CVM 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**. 17 dez. 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 01 dez. 2020.

A referida audiência dispõe minuta de resolução que normatiza o tratamento sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros – nova denominação dada os fundos atualmente regidos pela ICVM 555 – e aos fundos de investimento em direitos creditórios³.

Assim, pode-se aferir que o EAP 08/20 visa trazer um marco regulatório na modernização da indústria local de fundos de investimento, especialmente através da reforma da ICVM 555 que, de forma geral, dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

Cumpre-se ressaltar que apesar de, por ora, a referida audiência pública abarcar apenas os fundos de investimento regulados pelo escopo da ICVM 555, conforme disposto em seu artigo 108, quais sejam: ações, cambial, renda fixa e multimercado, bem como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), regidos pela Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001⁴ (ICVM 356), os impactos da Lei de Liberdade Econômica não ficarão restritos apenas os fundos regulados pelas referidas instruções normativas, uma vez que tal oportunidade de certo abrirá caminho para também expandir o desenvolvimento e modernização, posteriormente, dos demais fundos que compõem a indústria de fundos de investimento brasileira – como os Fundos de Investimento em Participações (FIP), os Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e os Fundos de Índice (ETF).

Destaca-se, ainda, conforme será melhor aprofundado no decorrer deste trabalho, que dentre os aprimoramentos mais relevantes trazidos pela Lei de Liberdade Econômica, temos a inclusão do Capítulo X, Título III, Livro III, que

³ BRASIL. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20, de 1º de dezembro de 2020. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios. **Comissão de Valores Mobiliários**, Rio de Janeiro, RJ, 01 dez. 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 01 dez. 2020.

⁴ BRASIL. Instrução CVM 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. **Comissão de Valores Mobiliários**. 17 dez. 2001. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>. Acesso em: 01 dez. 2020.

contempla e conseqüentemente inclui os artigos 1368-C ao 1368-F no Código Civil Brasileiro, instituído pela lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002⁵ (CC), dispositivos estes que possuem o cerne central de estabelecer critérios específicos para sua regência e, conseqüentemente, aproximar a indústria de fundos locais aos modelos de mercados mais desenvolvidos, através da melhor eficácia das regras, maior segurança jurídica aos cotistas e aos prestadores de serviços basilares ao funcionamento dos fundos de investimento e otimização de custos de observância que cerceiam tais atividades.

Como veremos com maior profundidade no decorrer deste artigo, esses dispositivos legais incorporam, dentre outros aspectos, importantes concepções na indústria de fundos, como a conceituação legal de fundos de investimento como condomínios de natureza especial, excluindo eventual aplicabilidade de quaisquer eventuais remições e/ou analogias ao mesmo instituto (condomínio) no CC, delega a regulamentação de toda e quaisquer matérias relacionadas ao tema fundos de investimento à competência regulatória da CVM e prevê, dentre outras inovações, que o registro dos regulamentos dos fundos no site de domínio público da CVM é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.

No entanto, os aprimoramentos mais expressivos dependem de importantes e profundas análises práticas, além de expressa regulamentação a ser expedida pela CVM, e dizem respeito, dentre outros, à: exclusão da obrigatoriedade de responsabilidade solidária dos prestadores de serviços; limitação da responsabilidade dos cotistas proporcionalmente ao valor de suas cotas na composição do patrimônio do fundo; possibilidade de criação, dentro de um mesmo fundo, de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos e patrimônios segregados; e ampliação dos limites para investimento no exterior, desde que cumpridos determinados requisitos, incluindo, inclusive, o investidor varejo nesta flexibilização.

Assim, a audiência pública, além de abarcar os aprimoramentos trazidos pela Lei de Liberdade Econômica à regulação de fundos, também propõe mudanças conceituais, estruturais e operacionais nos atuais modelos de regência destes

⁵ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: seção 6, capítulo 10, do fundo de investimento, Brasília, DF, 11 jan. 2002. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019) Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/10406compilada.htm. Acesso em: 08 mar. 2020.

veículos de investimento, a priori, objetivando alinhar e aproximar os institutos aplicáveis aos fundos de investimento do país às práticas internacionais, se valendo, inclusive, da consolidação da regulamentação geral de fundos em um único normativo.

Em suma, com base em avaliação de modelos eficientes, comprovados através de apuração em *benchmarks* internacionais, o EAP 08/20 busca viabilizar os avanços que aproximam o mercado financeiro e de capitais brasileiro às práticas dos mercados mais renomados e desenvolvidos, a ser efetivado, inicialmente, por meio da revisitação, na íntegra, das ICVM 555 e ICVM 356 supracitadas, neste momento possibilitada pela iminente oportunidade de realização de mudanças e aprimoramentos substanciais e profundos no regime regulatório de fundos de investimento atualmente em vigor.

Nesse sentido, é possível identificar que o regulador apresentou uma proposta de alteração regulatória que constitui base para visitar e incorporar na regulação vigente, as inovações trazidas pela Lei de Liberdade Econômica, entendidas como indispensáveis para a ascensão da indústria de fundos, excluindo, assim, eventuais prolixidades irrelevantes para seu funcionamento, sem, sobretudo, elevar em termos significativos os custos de observância correlacionados à estruturação destes produtos, bem como àqueles inerentes para atuação do exercício de fiscalização pela Autarquia.

Conclui-se, portanto, que todos os elementos aqui antecipados compõem, de fato, um oportuno e interessante cenário para entendermos como reguladores, autorreguladores e agentes de mercado, conjuntamente, estimam aperfeiçoar as regras que cerceiam uma das máquinas financeiras mais relevantes da economia nacional e internacional – os fundos de investimento.

Assim, considerando que os fundos de investimento no Brasil ocupam lugar de destaque, em níveis globais, junto às demais jurisdições reconhecidas e renomadas por positivos desempenhos e atuação em suas respectivas indústrias de fundos; que todas as necessárias alterações no arcabouço regulatório da indústria de fundos visando refletir as inovações trazidas na Lei de Liberdade Econômica encontram-se atualmente viabilizadas por meio do EAP 08/20; e que o tratamento das matérias em questão é extremamente relevante, urgente e requerido pelo mercado, que clama há tempos por sua efetiva implementação, o tema a ser objeto de estudo do presente artigo, receberá uma análise histórica, conceitual, crítica e fundamentada, dividida em

três esferas de discussão: (i) apresentar o panorama geral abarcado pela Lei de Liberdade Econômica e analisar os principais impactos legislativos – estruturais e operacionais – dela decorrentes na indústria de fundos de investimento no Brasil; (ii) apurar, em virtude da atribuição de competência inequívoca para regular a indústria de fundos no Brasil, a nova alçada regulatória da CVM e seus efeitos; (iii) analisar institutos que orbitam a recente conceituação, inserida no Código Civil Brasileiro, acerca da nova natureza jurídica dos fundos de investimento; e (iv) avaliar o escopo geral e principais destaques da recente proposta de modernização da regulação de fundos de investimento no Brasil, apresentada pela CVM através do Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20.

2 CENÁRIO MACROECONÔMICO E POLÍTICO DO BRASIL

Este capítulo será iniciado com a exposição dos motivos macroeconômicos e políticos que levaram o Governo Federal à tomada de decisão pela promulgação da Lei de Liberdade Econômica, originalmente editada como Medida Provisória nº. 881/2019, medida esta que passou por um conturbado processo até sua efetiva conversão em Lei.⁶

Para melhor contextualizar a iniciativa, destaca-se que em meados de 2017, foi realizado um mapeamento pelo Governo Federal, a fim de determinar o alcance da dificuldade econômica nos negócios brasileiros, incluindo a atuação na indústria de Fundos. Ao avaliar uma escala de liberdade econômica, composta por aproximadamente 190 países, o Brasil ocupava o posto do 137º país com piores índices de corrupção, além de políticas econômicas com maior ingerência e engessamento.

Assim, pode-se aferir, basicamente, que o cerne da iniciativa resumiu-se no fato de que a nova norma é associada à necessidade de superação da atual crise econômica do País, ao incremento nos investimentos em educação e tecnologia, à possibilidade de processos de desestatização e incremento da segurança jurídica dos prestadores de serviços para atração de mais investimentos⁷.

Ou seja, uma das maiores expectativas para o contexto macroeconômico e em prol de uma perspectiva positiva para o ano de 2021, diz respeito ao aumento da atratividade de capital estrangeiro e aumento da rotatividade de negócios no âmbito dos mercados financeiro e de capitais.

Em suma, a MP 881 surgiu do próprio Governo Federal para suprir um amplo rol de necessidades do país, contudo, com a ressalva de que o sistema judiciário ainda demonstra precariedade para acompanhar e tratar eventuais propostas de soluções para problemas existentes. Ou seja, as inovações são passíveis de adequada

⁶ XAVIER, Luciana Pedroso; SANTOS-PINTO, Rafael dos. **Os fundos de investimento e a 'Lei da Liberdade Econômica'**: novos problemas para um antigo e controverso instituto? Revista Jurídica da Escola Superior de Advocacia da OAB-PR, ano 5, n. 1, abr. 2020. Disponível em: <http://revistajuridica.esa.oabpr.org.br/wp-content/uploads/2020/04/revista-esa-11-cap-08.pdf>. Acesso em: 05 set. 2020.

⁷ BRASIL. Medida Provisória n. 881, de 30 de abril de 2019 - exposição de motivos. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. **Câmara dos Deputados**, Brasília, DF, 11 abr. 2019. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaodemotivos-157846-pe.html>. Acesso em: 05 set. 2020.

regulamentação infralegal que auxilie o Governo Federal nestes anseios de reforma dos mecanismos e normativos aplicáveis não somente aos fundos de investimento, mas ao mercado de capitais como um todo.

Desta forma, dentro de uma perspectiva geral, pode-se aferir como os vetores do Governo Federal para aprovação da MP 881: (i) a exclusão das relações empresariais do setor de relações civilistas; (ii) a mitigação da insegurança jurídica no tocante judicial, principalmente no que diz respeito à responsabilidade dos investidores e prestadores de serviços, cada um em sua esfera de alcance; (iii) a diminuição da influência estatal no ambiente negocial do mercado de capitais, evidenciada pela ampliação da alçada regulatória da CVM; e, por fim, (iv) a ratificação da parasuficiência do empresário com natureza de “profissional”.

Cumpra-se destacar, ainda, mas agora no que refere-se à esfera contratual, que a lei busca ampliar a liberdade de pactuação negocial, tornando as regras previstas atualmente no ordenamento jurídico subsidiárias ao teor dos contratos. Ou seja, os efeitos que passam a vigorar são os de formalização contratual sobre potencial risco de negócio e da interpretação contratual que competirá estritamente às partes, e não mais ao juiz.

Assim, do ponto de vista legal, não há mais vício de vontade e nem presunção de hipossuficiência dos negócios firmados no âmbito da indústria de fundos de investimento, à medida que, quanto maior a liberdade de pactuação entre partes, maior é a responsabilidade inerente e restrita à relação contratual.

Por esse motivo, os contratos se apresentarão muito mais robustos, de maneira a evidenciar a viabilidade do que está sendo formalizado, possuindo sua racionalidade devidamente justificada, bem como respeitando, no que pese, os limites do Estado.

Isto posto, visando aprimorar os pilares de livre mercado, a Lei de Liberdade Econômica impõe o dever de agentes subordinados à administração pública, bem como de seus entes correlacionados, evitar toda e qualquer forma que configure abuso de poder, estipulando que a intervenção do Estado no mercado financeiro e de capitais e na economia brasileira apresente natureza subsidiária e excepcional.

Ainda sobre as relações contratuais, a lei institui, por fim, que devam ser interpretadas em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito ao teor dos contratos, aos investimentos e à propriedade, todas as normas de ordenação pública sobre atividade econômica privada.

Conclui-se, portanto, que o arcabouço jurídico dos contratos apresentará maior grau de liberdade de pactuação entre as partes envolvidas, de modo a mitigar qualquer forma de erro e/ou nebulosidade de interpretação pelo sistema judiciário, incluindo, em especial, o alcance das relações contratuais entre os prestadores de serviços dos fundos de investimento.

Nesse sentido, pode-se aferir que a principal mudança principiológica da Lei de Liberdade Econômica é a presunção de boa-fé – o senso de desconfiança está enraizado nas relações derivadas dos mercados financeiro e de capitais brasileiro.

Em complemento, com relação aos principais impactos judiciais, cumpre-se destacar a extrema importância da especialização do sistema judiciário em varas empresariais, todavia, com a devida consciência de que, concomitantemente, será necessário cautela e organização, pois a tendência de um novo escopo contratual na indústria de fundos de investimento é a busca desenfreada do mercado e conseqüente entupimento das varas especializadas, que ainda carecem de pleno conhecimento e expertise no tema em decorrência da falta de maturidade do mercado vis-à-vis às inovações trazidas pela lei.

Como contraponto, caso não houver a devida especialização, a propensão será confusão de *mindset* pelos magistrados em prol da aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor (CDC).

Acerca esta temática, destaca-se uma vertente de entendimento com relação à aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos cotistas de fundos de investimento, cujo embasamento é afirmado pelo entendimento de que o investidor não figura como destinatário final, logo, não há o que se dizer sobre relação de consumo.

Seguindo este viés, o investimento e a aplicação de recursos são apenas um meio de rentabilizar os recursos advindos de uma fonte, portanto, o investidor não figura em momento algum numa relação do consumo. É apenas um intermediário final.

Sucintamente, o investidor não consome os bens e retornos provenientes dos fundos de investimento, mas apenas estima a obtenção de seus rendimentos.

Nesse sentido, segue parecer de Nelson Eizirik frente a aplicação do Código de Defesa do Consumidor às relações oriundas do tema:

Os cotistas de Fundos de Investimento não são consumidores, mas investidores do mercado de valores mobiliários. Com efeito, nos termos do

artigo 1º da Lei 6.385/1976, com a redação que lhe foi dada pela recente Lei, as cotas de Fundos de Investimento são consideradas valores mobiliários. Nos termos da Lei 6.385/1976, a Comissão de Valores Mobiliários detém amplos poderes de regulamentação e fiscalização de todas as entidades que emitem ou colocam valores mobiliários no mercado, dentre as quais se enquadram os fundos de investimento. (...) Assim, quem adquire quotas de um fundo de investimento financeiro é considerado um investidor – e não consumidor – do mercado de valores mobiliários, o qual é submetido à regulamentação e fiscalização da CVM, agência reguladora que dispõe de amplos poderes para proteger os investidores. O investidor do mercado de valores mobiliários não pode ser confundido com o consumidor de serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários a que se refere o CDC em seu art. 3º, § 2º.⁸

⁸ EIZIRIK, Nelson Laks. **Temas de Direito Societário**. São Paulo: Renovar, 2005. p. 547.

3 A LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA (LEI 13.874/19)

Relativamente à análise histórica sobre o alcance e aspectos gerais da mais nova alteração na regulamentação dos fundos de investimento nos mercados financeiro e de capitais brasileiro, no âmbito da adaptação, especialmente, da ICVM 555 à Lei de Liberdade Econômica, cumpre-se destacar que os últimos anos foram marcados por um período de mudanças estruturais na economia local, que contribuíram para revelar o imenso potencial do mercado de capitais na matriz de financiamento dos fundos de investimento brasileiros.

Ainda que a pandemia sanitária do COVID-19 – que não será objeto de aprofundamento no presente artigo – tenha reduzido momentaneamente as emissões de ativos e o apetite dos investidores, a sensação que predomina é de que a balança comercial brasileira de 2020 encerrou com resultado recorde, num superávit de US\$ 50,9 bilhões⁹, próprio de um segmento extremamente amadurecido.

Destarte, devemos considerar que o atual patamar dos juros bancários (SELIC) e sua manutenção em taxas mínimas históricas, são fatores que contribuem para esse status – a SELIC baixa estimula a busca dos brasileiros por novas alternativas de investimento e diversificação de carteiras. O cenário de juros baixos em todo o mundo impacta o fluxo global do mercado de capitais, principalmente através da diversificação de carteiras, que é uma tendência que vem se acentuando nos últimos anos – e o mais marcante é que todos esses aprimoramentos estão a um passo de serem efetivados¹⁰.

Nesse sentido, a importância do tema se dá pelo fato dos fundos de investimento serem mecanismos de introdução de investidores, sejam estes grandes ou pequenos, no mercado financeiro e de capitais brasileiro, podendo contemplar em suas carteiras ativos com os mais variados riscos e retorno, possibilitando o acesso à determinados mercados e produtos que não seria possível àquele investidor comum, que não possui a expertise e atuação profissional no mercado de capitais.

⁹ GOVERNO DO BRASIL. Balança comercial fecha 2020 com superávit de US\$ 50,9 bilhões. **Governo do Brasil**, 04 jan. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/pt-br/noticias/financas-impostos-e-gestao-publica/2021/01/balanca-comercial-fecha-2020-com-superavit-de-us-50-9-bilhoes>. Acesso em: 18 mar. 2021.

¹⁰ TAIAR, Estevão; RIBEIRO, Alex. Copom corta juros para 3,75%, nova mínima histórica. **Valor Econômico**, caderno Finanças, 18 mar. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/18/copom-reduz-selic-em-05-ponto-para-375percent-ao-ano.ghtml>. Acesso em: 29 mar. 2020.

No mais, cumpre-se enaltecer que a indústria de fundos de investimento brasileira continua, ao longo dos anos, confirmando sua posição como uma das mais relevantes do mundo, com mais de R\$ 5,3 trilhões de ativos sob gestão¹¹.

Destaca-se, ainda, a urgência requerida por sua implementação para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, posto que a regulamentação da CVM deve corroborar as matérias aplicáveis à fundos de investimento, a fim de garantir segurança jurídica para os mais diversos agentes de mercado e investidores, à medida que a Lei de Liberdade Econômica constitui iniciativas fundamentais para o crescimento da indústria brasileira de fundos de investimento e sua equiparação aos padrões internacionais mais desenvolvidos. Ademais, todo o teor das mudanças propostas também comunicam diretamente com as iniciativas voltadas à redução de custos de observância, frequentemente manifestada pelo trabalho conjunto de entes regulatórios e autorregulatórios, que certamente auxiliaram a resultar na proposta de alteração das referidas instruções.

Neste contexto, baseado em experiências passadas na indústria – positivas ou não – grande parte dos novos direcionamentos e reflexos esperados em virtude da alteração regulatória que incorporará na regulamentação vigente as inovações da Lei de Liberdade Econômica, não se limitará à análise sobre potenciais falhas de processo que sejam identificadas, e sim, avaliará de modo ideal a nova estrutura da indústria de fundos, de modo que o mercado caminhe em direção de desburocratizar, desenvolver e fomentar o mercado de capitais nacional.

As mudanças apresentadas são, de fato, inovadoras, e requerem uma íntima análise e dedicação dos mais diferentes entes e participantes de mercado, formadores de mercado, partes relacionadas, estudiosos e investidores, a fim de identificar, além dos aprimoramentos, potenciais *gaps* e inobservâncias que não passarão despercebidos, servirão de aprendizado e, poderão e deverão, ser objetos de contínua evolução em oportunidades futuras.

Ressalta-se, por fim, que a adoção dos conceitos que serão expostos e elaborados acerca a regulamentação dos fundos de investimento, de forma complementar às regras estabelecidas no Código Civil pela Lei de Liberdade

¹¹ ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento**. [Rio de Janeiro, São Paulo]: ANBIMA. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 23 jun 2020.

Econômica, representa uma enorme oportunidade de equiparar a indústria de fundos de investimento no Brasil àquelas de jurisdições de mais alto estágio e maturidade.

De acordo com o atual Presidente da CVM, Marcelo Barbosa:

Quero lançar um olhar sobre quatro temas rápidos, em termos de futuro de mercado. O primeiro deles é como o regulador e demais agentes de mercado estão reagindo diante do aumento dos investidores de varejo (pessoa física). O número mais que triplicou nos últimos anos e é preciso oferecer informações para eles fazerem bom uso delas em suas tomadas de decisão. Emissores devem refletir sobre a maneira de se comunicarem com os investidores e nós, como regulador, devemos adequar nossas regras a esses dois públicos. Com essa perspectiva do mercado, de crescimento de varejo, uso cada vez mais intensivo de tecnologia e de taxa de juros baixa, nos deixa confiante de que está sendo pavimentado um caminho de maior crescimento, nos permitindo levar à frente a adaptação e o aprimoramento da regulação. O mercado está passando por um momento de muita transformação em seu arcabouço, o que acho bastante positivo. É algo a ser comemorado, mas é uma comemoração que não pode frear o ímpeto para que façamos ainda mais mudanças.¹²

¹² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Retomada econômica pós-pandemia é tema central do 3º dia de evento do especial de 44 anos da Lei 6.385/76. **Comissão de Valores Mobiliários**, 10 dez. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/retomada-economica-pos-pandemia-e-tema-central-do-3-dia-de-evento-do-especial-de-44-anos-da-lei-6385-76-d035e5ddf58541ca9f3f1f5561fd8e42>. Acesso em: 18 mar. 2021.

4 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4.1. CONTEXTO HISTÓRICO

Em meados dos anos de 1950, o público brasileiro investia praticamente de forma totalitária em ativos reais (conhecidos por imóveis) pois, desta forma, acreditavam evitar a tomada de eventuais riscos inerentes às aplicações nos mercados de renda fixa e renda variável, seja em âmbito público ou privado. No momento de encerramento desta década, coincidente com o cenário de inflação cada vez mais crescente, foi editada uma legislação que delimitava a taxa máxima de juros a 12% a.a., que ficou conhecida como Lei da Usura. Esta lei limitou de maneira abrupta o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Então, em 1964, foi iniciado um governo político que previa grandes reformas na economia nacional, dentre elas, e de suma importância, a reestruturação do mercado financeiro. Com isso, visando a responsabilidade de regulamentar e fiscalizar as operações e atuação no mercado de valores mobiliários, as bolsas de valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções essas atualmente exercidas pela Comissão de Valores Mobiliários, criou-se a Diretoria de Mercado de Capitais, no Banco Central do Brasil (BCB).

A partir dos anos de 1990, com o iminente crescimento econômico-brasileiro, o interesse de investidores estrangeiros em aplicações financeiras no mercado brasileiro ocorreu de maneira síncrona. Com isso, diversas empresas brasileiras passaram a ter contato direto com o mercado estrangeiro, através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras. Isso fez com que as empresas nacionais passassem a contatar diretamente os acionistas mais refinados e exigentes, que possuíam como padrão de investimento os mercados com governança corporativa excepcionalmente avançada e robusta¹³.

Todavia, o mercado nacional foi perdendo espaço por conta da vulnerabilidade aos pequenos e médios investidores, trazendo assim inúmeras inseguranças relativas às aplicações financeiras. A nebulosidade nas informações pertinentes à administração e a inércia de órgãos reguladores que pudessem supervisionar a

¹³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: TOP, 2014. 58-59 p.

estrutura deste mecanismo influíam no aumento do risco e atingiam diretamente o custo do capital das empresas envolvidas.

Para que fossem sanados os estorvos inibidores ao crescimento do mercado de valores mobiliários no Brasil, criou-se então a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

4.2 PODER REGULATÓRIO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica, sob regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda e criada pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com o intuito de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários brasileiro.

Para melhor elucidar, pode-se aferir que:

A CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. Com sede na cidade do Rio de Janeiro, é administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal. O Presidente e a Diretoria constituem o Colegiado, que define políticas e estabelece práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, que é a instância executiva da CVM. Com o objetivo de reforçar sua autonomia e seu poder fiscalizador, o governo federal editou, em 2001, a Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/02, pela qual a CVM passa a ser uma entidade autárquica em regime especial, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Dentre os principais objetivos desta autarquia estão os deveres de disciplinar e fiscalizar: (i) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (ii) a negociação e intermediação nos mercados de valores mobiliários e de derivativos; (iii) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores, Mercadorias e Futuros; (iv) a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (v) a auditoria das companhias abertas; e (vi) os serviços de consultor e analista de valores mobiliários (art. 1º da Lei nº 6.358/76).

Destarte, em termos de legislação em vigor, a Autarquia possui como principais atribuições, dentro de seu escopo de competência regulatória:

(i) Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; (ii) Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias

abertas sob controle de capitais privados nacionais; (iii) Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; (iv) Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (v) Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (vi) Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; (vii) Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; dentre outros.¹⁴

Visto isso, podemos conceituá-la como uma agência reguladora independente, ou seja, uma autarquia coberta de autonomia e funções regulatórias ao mercado, com administração exercida por um Colegiado formado por membros nomeados pelo Presidente da República.

Conforme corroborado por Nelson Eizirik¹⁵:

A CVM, como ente da Administração Pública, tem a sua atuação limitada pelos ditames legais. A lei nº 6.385/1976 atribuiu-lhe competência para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas a determinado seguimento do sistema financeiro, o mercado de valores mobiliários. O conceito de valor mobiliário, é, portanto, o balizador de sua competência, daí decorrendo que as operações envolvendo esses tipos de títulos ou contratos serão reguladas e fiscalizadas por essa autarquia.

Vale ressaltar que o mecanismo do fundo de Investimento possui como principal figura o investidor denominado cotista. Estes, por atuarem de forma individualizada, representam um papel pequeno e frágil em comparação à estrutura geral do mercado de valores mobiliários. Desta forma, necessitam de certa proteção.

Para isso, a CVM procura inibir toda e qualquer forma de abuso dos agentes de mercado, sem, todavia, eximí-los de suas falhas próprias.

O intuito maior da CVM para com os participantes da estrutura coligada aos fundos de Investimento pode ser compreendido por dois objetivos, quais sejam: (i) obrigatoria divulgação de informações verídicas no que tange empresas e fundos de investimento e de seus valores mobiliários; e (ii) proibir a atuação de práticas injustas, imorais e/ou antiéticas contra os pequenos investidores.

¹⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: TOP, 2014. 60 p.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: regime jurídico, 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, 1 – 13 p.

Não por outra razão, a reforma legislativa de 2001 visou assegurar a autonomia e ampliar a competência da CVM, qualificando-a como “*entidade hierárquica em regime especial*”, dotada de “*autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*”, extinguindo-se também a incoerente figura de demissibilidade *ad nutum* anteriormente existente¹⁶.

¹⁶ EIZIRIK, Nelson. **O Colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos**: reflexões e revisão. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, 32 p.

5 FUNDOS DE INVESTIMENTO: ASPECTOS GERAIS

Podemos compreender por fundos de investimento uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, e atualmente regulamentados, como regra geral, pela ICVM 555. Esses condomínios são constituídos visando a promoção de aplicações coletivas de recursos entre seus participantes.

Relacionam-se a um organismo organizado, objetivando a captação e o investimento em recursos disponíveis no mercado financeiro, podendo compreender um mecanismo de investimento recoberto de vantagens e garantias, principalmente, ao investidor individual.

Nesse sentido, segundo Mário Tavernard¹⁷:

O fundo de investimento permite a aplicação de pequenos volumes de recursos e proporciona o acesso a uma administração e gestão especializadas, constituindo-se, pois, em um dos mais notáveis e democráticos mecanismos de alocação de poupança dos investidores. Dessa forma, estes, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro, optam pelos fundos com o intuito de conjugar seus recursos em busca de soluções de investimento seguras e que lhes proporcionem maior rentabilidade e liquidez

Ainda sobre o tema, sob a visão da própria Comissão de Valores Mobiliários¹⁸, temos:

Fundos de Investimento são condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. Constituem-se num mecanismo organizado, com a finalidade de captar e investir recursos no mercado financeiro, transformando-se numa forma coletiva de investimento, com vantagens, sobretudo, para o pequeno investidor individual. Os Fundos, por meio da emissão de cotas, reúnem aplicações de vários indivíduos para investimento em carteiras de ativos financeiros disponíveis nos mercados financeiro e de capitais. As cotas dos fundos são valores mobiliários, conforme Lei 6.385/76. É uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza, que são de todos os investidores, na proporção de seus investimentos. Seu objetivo, portanto, é promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes.

Dessa forma, conforme estabelecido pela instrução normativa supracitada, os fundos de investimento devem ser constituídos por um administrador fiduciário,

¹⁷ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime jurídico dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. 17 p.

¹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: TOP, 2014. 78 p.

pessoa jurídica autorizada pela CVM a desempenhar a atividade de administração fiduciária de fundos, conjuntamente com a participação de um gestor de recursos, pessoa jurídica representada por um profissional certificado pelo título ANBIMA CGA (Certificação de Gestores ANBIMA), que o habilita a gerir recursos de terceiros mediante poder de decisão de compra e venda dos ativos financeiros que integram as carteiras desses veículos de investimento.

Alguns fundos de investimento possuem peculiaridades, específicas para determinado objetivo e público alvo. A título exemplificativo, podemos citar os fundos de investimento exclusivo e restritos. Para melhor entendimento, de acordo com as regras vigentes da regulação e autorregulação de fundos de investimento, temos que:

(i) Fundos exclusivos: Significa, nos termos da regulação ICVM 555, o fundo de investimento ou fundo de investimento em cotas de fundos de investimento destinado a investidores qualificados e constituído para receber aplicações de um único cotista. No caso, investidores qualificados são: 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; e/ou pessoas naturais ou jurídicas que detenham investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão¹⁹.

(ii) Fundos Restritos: Fundo de investimento ou fundo de investimento em cotas de fundos de investimento destinado a investidores qualificados ou não, constituído para receber aplicações de um grupo determinado de investidores, que tenham entre si vínculo familiar, societário ou pertençam a um mesmo grupo econômico, ou que, por escrito, determinem esta condição.

Estes tipos de fundos, ressalvadas suas respectivas especificidades, podem apresentar, a título exemplificativo, as seguintes vantagens: gestão personalizada e profissional; os investimentos são feitos para atender especificamente o perfil de risco e objetivos de rentabilidade dos cotistas do fundo; vantagem tributária; facilidades em planejamentos sucessórios; estratégias societárias; proteção patrimonial, entre outros.

¹⁹ BRASIL. Instrução CVM 554, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. Comissão de Valores Mobiliários. 17 dez. 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>. Acesso em: 01 dez. 2020.

Em suma, nas últimas décadas, de maneira concomitante à constante evolução do mercado financeiro e de capitais no âmbito local e global, passaram a ser criados dentre nações com economias desenvolvidas ou em desenvolvimento inúmeros produtos de investimento, sejam eles individuais ou coletivos, objetivando diversificação de portfólio, previsibilidade e controle de riscos inerentes às operações em mercados e busca incessante pela melhor aferição de retorno aos investidores. Dentre os veículos de investimento desenvolvidos, podemos observar com grande destaque os fundos de investimento.

No Brasil, de acordo com o pioneiro estudo de Peter Walter Ashton, a primeira experiência relevante no setor deu-se em 1956, com a criação do fundo de investimento Crescinco, cuja administração foi confiada a uma companhia brasileira subsidiária de uma empresa financeira norte-americana, a *International Basic Economy Corporation*, de Nova York. A partir de então, os fundos de Investimento passaram a ser objeto de minuciosa disciplina regulamentar, inicialmente por parte da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), depois, a partir de 1964, por parte do Banco Central do Brasil (BACEN), e mais recentemente, com a edição da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que cria a Comissão de Valores Mobiliários.²⁰

Os fundos de investimento, além de permitirem acesso facilitado à prestação de serviços especializados como administração fiduciária e gestão de recursos de terceiros, conforme exposto acima, também podem aferir altos níveis de retorno, inclusive, bastante superiores àqueles em que os investidores individuais poderiam obter mediante busca e acesso corriqueiro e individualmente no mercado de capitais.

Tais prestadores de serviços, além de apresentarem atuação cotidiana nas esferas do mercado e possuírem comprovada expertise e conhecimento, são aptos a acessar, a qualquer tempo, as mais variadas projeções de mercado, o que lhes permite a realização de alocações com alta probabilidade de êxito, alinhadas com a expectativa do investidor e mercado local e internacional. Cumpre-se destacar, ainda, que tais veículos são passíveis de receberem aplicações dos mais variados montantes de aporte, o que se torna, também, um grande atrativo.

Com isso, cumulado à possibilidade de realização de aplicações em carteiras extremamente diversificadas, é justificada a atração de investidores neste mercado de tendência e com crescimento exponencial.

²⁰ WALTER ASHTON, Peter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, 40 e ss. p.

Por todo o exposto, os fundos de investimento são considerados e reconhecidos pelos agentes de mercado e investidores, ou devidamente denominados, cotistas, um dos maiores e mais renomados instrumentos de alocação financeira já existentes na história da humanidade.

6 IMPACTO REGULATÓRIO DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA NA REGULAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Considerando a aprovação da Medida Provisória nº 881, os fundos de investimento ganham um novo capítulo com a sua então conversão na Lei nº 13.874/19 – Lei de Liberdade Econômica.

Aprovada em 20 de setembro de 2019, a lei traz diretrizes capazes de fomentar o mercado, ao criar uma base legal para que o regulador possa rever ou criar regras, revisar as normas atuais e contribuir para a evolução da indústria de fundos de investimento no Brasil.

Neste contexto, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, da Comissão de Valores Mobiliários estuda e aprofunda, atualmente, a modernização da regulamentação dos fundos de investimento no Brasil.

Assim, como sabido, temos que a Lei de Liberdade Econômica é um normativo que aborda diversos debates de longo tempo e apresenta todos os requisitos necessários para se tornar um marco legal na história da indústria de fundos de investimento.

Ou seja, em dados reais, a fim de elucidar a importância dessa indústria, em meados de setembro de 2019, pôde-se observar um encerramento de exercício anual com números surpreendentes: mais de R\$ 5 trilhões sob gestão, mais de 18 mil fundos ativos, 84 administradores fiduciários e 613 gestoras de recursos autorizadas a operar²¹. Por esse motivo, há tempos, é de extremo interesse do regulador e autorregulador avaliar novas e melhores maneiras de instruir e normatizar a realização a indústria, os serviços, como a gestão de recursos, dentre outras funções e atividades inerentes à atratividade e ao cotidiano operacional dos fundos.

Uma das razões que motivaram estas avaliações e necessidades de revisitação do normativo em vigor é originada pela falta de clareza sobre papéis e responsabilidades de vários dos agentes de mercado, como os administradores fiduciários, custodiante e gestores, algo que sempre gerou nebulosidades e distorções de interpretação, sobretudo no judiciário, acerca dos limites de atuação de cada um desses agentes.

²¹ ANBIMA. **Indústria de fundos alcança R\$ 5 trilhões de patrimônio líquido.** [Rio de Janeiro/São Paulo]. 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/industria-de-fundos-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm. Acesso em: 23 jun 2020.

Como evidenciado mais acima, houve uma iniciativa direta do Governo Federal para com a MP 881, que culminou na Lei de Liberdade Econômica, o que estimulou e permitiu um trabalho ativo dos reguladores e autorreguladores junto ao Congresso Federal durante todo o período de tramitação da proposta de lei para que não se fosse esquecido, e mais que isso, para que pudessem ser priorizados e viabilizados os importantes avanços, que serão melhor aprofundados adiante, bem como seus efeitos práticos, os desafios incidentes sobre a dinâmica na indústria de fundos e quais são as potenciais mudanças operacionais nos modelos de negócio que impactará, direta e indiretamente, a indústria como um todo.

Como evidenciado no teor deste trabalho, sabe-se que o país está diante de uma oportunidade de trabalhar conjuntamente para implementar os avanços trazidos pela lei, e o apoio de todos que cerceiam a indústria de fundos nesta jornada é de extrema importância. O tema em questão é pontualmente relevante para o Brasil, uma vez que alcança e assume mudanças de paradigmas sem precedentes quando olha-se para as últimas décadas.

Sabe-se que o Brasil ocupa lugar de destaque entre as maiores indústrias de fundos do mundo²² e que, observada a necessidade de avanços e aprimoramentos nas regras aplicáveis a estes veículos vis-à-vis práticas de indústrias desenvolvidas e tidas como referência no mercado global, em 20 de setembro de 2019 foi editada a Lei de Liberdade Econômica, que dentre outras inúmeras evoluções, dispôs sobre a inserção de importantes artigos na legislação brasileira, especificamente no Código Civil, abarcando, inclusive, teor sobre a nova natureza condominial dos fundos de investimento, a expansão da alçada regulatória da CVM e mudanças estruturais no regime de responsabilidade aplicável tanto aos prestadores, quanto aos cotistas dos fundos.

Do ponto de vista de impacto regulatório, também destaca-se os avanços mais significativos, sendo eles: (i) possibilidade da limitação da responsabilidade dos cotistas em regulamento; (ii) definição, na regulação geral de fundos, mais clara das responsabilidades dos prestadores de serviços dos fundos, sem solidariedade; e (iii) possibilidade de criação de classes distintas, com diferentes estratégias, dentro de um

²² GREGORIO, Rafael. Indústria de fundos de investimentos chega a R\$ 6 trilhões de patrimônio líquido. Valor Investe, 06 jan. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2021/01/06/industria-de-fundos-de-investimentos-chega-a-r-6-trilhoes-de-patrimonio-liquido.ghtml>. Acesso em: 29 mar. 2021.

mesmo fundo. Ou seja, fatores que acarretam maior robustez e segurança jurídica da indústria como um todo e são capazes de reduzir onerosidade excessiva de custos de observância, seja no tocante da regulação, seja da autorregulação.

Nesse sentido, será trazido neste item os temas de maior destaque introduzidos pela Lei de Liberdade Econômica e como isso deve impactar diretamente a regulação de fundos, fazendo uma avaliação dos reflexos em 3 aspectos principais – O primeiro é a robustez do novo marco legal, o segundo é a maior segurança jurídica que a lei trás e potencialmente pode trazer para os investidores e prestadores de serviços e terceiro e por fim, a avaliação de potenciais reduções de custos de observância, sempre, contudo, a depender da iminente regulação a ser publicada pelo regulador.

Assim, serão aprofundados nos próximos item os principais destaques da modernização na legislação e regulação aplicável à fundos de investimento no Brasil, contexto geral que os motivaram e/ou os justificam, bem como possíveis problemáticas e pontos de atenção trazidos pelo reflexo da Lei de Liberdade Econômica nos fundos de investimento e as relações que os orbitam.

6.1. NOVA NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Antes de adentrar no tema, é importante contextualizar qual era a base legal existente acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento antes da edição desta lei. Havia no regimento legal brasileiro a Lei 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento dois artigos que disciplinavam a existência de fundos de investimento, podendo estes serem constituídos na forma de sociedade de investimento ou de fundos em condomínio.

Há época, esta lei foi considerada bastante confusa e opaca, podendo ter suas nebulosas disposições melhor esclarecidas com a evolução da indústria de fundos de investimento a partir do ano de 1965. Desde então, muita coisa mudou, à medida que o Governo Federal iniciava uma forma de governo que previa grandes reformas na economia nacional, dentre elas, e de suma importância, a reestruturação do mercado financeiro e de capitais.

Posteriormente, em meados de 1970, foi editada uma resolução do CMN afastando a possibilidade de constituição de fundos como sociedade de investimento e, conseqüentemente, incentivando a criação de fundos na forma de condomínio.

Logo, a partir daqui, havia instaurado-se na regulação brasileira uma “rota de condomínio” na forma de constituição e natureza legal dos fundos, todavia, sem sequer haver uma definição específica e clara sobre o que seria este condomínio e como deveria ser tratado.

Isso gerava aspectos bastante negativos: o primeiro deles é uma fragilidade jurídica quando o tema subia ao Sistema Judiciário, o que acarretava implicações e repercussões não desejadas, além de haver, também, uma fragilidade para o próprio regulador, que muitas vezes limitava-se a editar caminhos mais singelos na regulamentação da indústria de fundos pois não havia segurança em possuir força necessária e competência normativa para manter excluir algumas restrições que deveriam claramente ser revisitadas, visando a evolução do âmbito regulatório.

Nesse sentido, foram levantados pelo mercado uma série de questionamentos, a fim de melhor lidar com toda a realidade de modificações que estava ocorrendo e que viria a ocorrer, o qual engajou-se a pensar sobre: Qual seria, de fato, a natureza jurídica ideal para os fundos de investimento no Brasil?

Constata-se, pois: há época, todas as conclusões estavam voltadas à forma de constituição em sociedade de investimento, ou seja, um tipo societário que abarcaria e daria suporte legal para os fundos de investimento.

Este entendimento, inclusive, é acolhido por Mário Tavernard Martins de Carvalho, que defende a tese de que as características do condomínio não se ajustariam à estrutura e lógica dos fundos de investimento, já que nos fundos, a cota é mera fração ideal do patrimônio do fundo, não sendo possível o cotista requerer a divisão de sua participação do total nem usar ou dispor dos valores, uma vez que os bens do fundo são unicamente representados (e as obrigações são contraídas) pelo administrador²³.

No entanto, ao contrário disto, o mercado de capitais e seus agentes foram integralmente surpreendidos pela iniciativa do Governo Federal em editar a MP 881, posteriormente convertida em lei, aproximando dos fundos de investimento à tipologia de condomínio o que, ao mesmo tempo, conduziu certo receio, primeiramente por condomínio não ser, de fato, a estrutura previamente esperada, uma vez que o

²³ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de; FREITAS, Bernardo Vianna. e VERSIANI, Fernanda (coord.). **Fundos de investimento**: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2015. 22-23 p.

mercado estava seguindo por uma linha lógica oposta; além do fato de não aparentar ser tão ideal quanto um tipo societário, mesmo sabendo que surgiriam uma série de questionamentos tributários para perseguir neste último caminho, contudo, ainda assim parecia melhor.

Em suma, avalia-se que o resultado trazido pela lei, em termos de natureza condominial especial parece satisfatório, pois toda a tramitação ao longo do Congresso Federal, com extensas oportunidades de contribuição pelo regulador e autorreguladores resultou em uma natureza final interessante.

Assim, a lei introduz o Capítulo X, Título III, Livro III no Código Civil, que conta com os artigos 1.368-C ao 1.368-F. Sob o viés da lei civil, uma das inovações mais relevantes foi a obtenção de clara definição e distinção sobre a natureza especial do fundo de investimento, como observa-se em seu art. 1.368-C:

Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

O presente caput já elenca aspectos muito importantes: O primeiro que é o condomínio é de natureza especial, trazendo clara diferenciação com relação aos demais condomínios estabelecidos e previstos pelo Código Civil. Nesse sentido, do ponto de vista de repercussão posterior e alcance judiciário por si só significa uma mudança absolutamente relevante.

Sobre este ponto, apesar dos inúmeros méritos no que diz respeito à disciplina de natureza jurídica dos fundos de investimento, cabe um julgo de valor e ponto de atenção crítico à Lei de Liberdade Econômica por não ter, de fato, definido o que é um “condomínio de natureza especial”, além de não ter, objetivamente falando, estabelecido a disciplina e tratamento jurídico deste tipo especial, ainda desconhecido e totalmente imaturo para efeitos, no que competir, nos mercados financeiro e de capitais. Tal fato, na realidade, irá gerar diversas inconsistências de interpretação contratual, judiciária, operacional e, especialmente, no que compete ao tratamento de novas searas, como as inovadoras modificações na responsabilidade dos cotistas e prestadores, da prerrogativa de aplicabilidade de insolvência dos fundos, dentre outros aspectos²⁴.

²⁴ MARTINS NETO, Carlos. Natureza jurídica dos fundos de investimento e responsabilidade de seus cotistas à luz da Lei de Liberdade Econômica: como ficou e como poderia ter ficado. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas; (Org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**: fundos

Outro ponto de atenção diz respeito à segunda parte do caput do artigo, que fala sobre o fundo ser destinado à aplicação em qualquer tipo de ativo, independentemente de estratégia que um fundo possa adotar, seja investir em imóveis, como no caso do fundo imobiliário, seja em empresas, como no caso dos FIPs, ou mesmo em ativos líquidos. Todos eles, sem exceção normativa, estão abarcados por esta definição “em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”

Outro ponto de extrema importância é o afastamento expresso da possibilidade de se aplicar os dispositivos dos demais condomínios previstos no Código Civil, conforme brevemente comentado acima. Ou seja, a lei delimita e evidencia que fundo de investimento é um condomínio totalmente atípico, especial, complexo e possui que especificidades próprias, e não pode-se, nem deve-se aplicar à este condomínio as regras dos demais. Isso significa que, ao chegar na alçada do judiciário, deve ser respeitado, necessária e expressamente, o que consta neste capítulo e não nos demais, além do que consta da regulamentação em edição pela CVM.

Nesse sentido, temos a evidência de uma força inicial bastante importante e necessária no comando legal da indústria de fundos de investimento e, ao certo, a expectativa nesta subsequente fase de regulação é contar com a contribuição dos agentes de mercado, incluindo, preponderantemente, a atividade da autorregulação, através da figura da ANBIMA, para auxiliar nos debates e interlocuções necessárias junto aos mais diversos prestadores de serviços de fundos, a fim de desbravar e concluir este novo ciclo de maneira extremamente exitosa.

Conclui-se, portanto, que com as novas disposições inseridas no CC pela Lei de Liberdade Econômica com relação à expressa previsão do regime jurídico especial aplicável aos fundos de investimento, fica reconhecida a aplicabilidade de um regime *sui generis* a estes veículos que possuem natureza híbrida e que, por conseguinte, demandará a exigência de uma regulação específica, competência essa que continuará sob o escopo dos poderes da Comissão de Valores Mobiliários.

6.2. EXPANSÃO DA COMPETÊNCIA REGULATÓRIA DA CVM

Um outro aspecto extremamente relevante quando olhamos para a robustez deste marco legal é quando a lei diz que competirá planamente à CVM disciplinar a indústria de fundos. A fim de melhor elucidar os novos dispositivos legais sobre o tema, reproduzimos aqui os parágrafos 2º e 3º do artigo 1.368-C do Código Civil, que define o cerne central do presente item.

§ 2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

§ 3º O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

Os parágrafos 2º e 3º, respectivamente, conferem à CVM ampla alçada para disciplinar a matéria de fundos de investimento, além de estipular que o registro dos regulamentos perante a autarquia é “condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros”.

Com relação ao registro (unicamente) perante a comissão de valores mobiliários, a nova lei trás a dispensa do registro dos regulamentos dos fundos de investimento em cartório de títulos e documentos, de forma que passa a ser de competência exclusiva da CVM promover o referido registro, que ocorrerá sem a imposição de custos pela Autarquia, sendo isto condição suficiente para garantir a publicidade e a oponibilidade de efeitos perante terceiros.

Nesse sentido, cumpre-se destacar que a CVM, no dia 02 de outubro de 2019, editou e divulgou a Instrução CVM nº 615²⁵, que altera e revoga dispositivos normativos, dentre eles, desobrigando o registro dos regulamentos dos fundos de investimento em cartório, buscando com isso e desde já, compatibilizar as normas aplicáveis aos fundos já existentes com a nova disposição prevista na Lei de Liberdade Econômica.

Como ponto de destaque extremamente positivo à CVM, tal atuação, tão célere e alinhada com as inovação permitidas pela lei permitiu diminuir significativamente os

²⁵ BRASIL. Instrução CVM 615, de 02 de outubro de 2019. Altera e revoga dispositivos das Instruções CVM 153, de 24 de julho de 1991; 186, de 17 de março de 1992; 227, de 23 de dezembro de 1994; 279, de 14 de maio de 1998; 356, de 17 de dezembro de 2001; 359, de 22 de janeiro de 2002; 398, de 28 de outubro de 2003; 399, de 21 de novembro 2003; 462, de 26 de novembro de 2007; 472, de 31 de outubro de 2008; 555, de 17 de dezembro de 2014 e 578, de 30 de agosto de 2016. **Comissão de Valores Mobiliários.** 02 out. 2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst615.html>. Acesso em: 01 abr. 2021.

custos necessários à constituição e regularização, para todos os efeitos, dos referidos veículos de investimento, sendo que tal burocracia, em muitos casos, ultrapassava o valor de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais).

Demonstra-se, portanto, que o regulador escancara ao mercado a prioridade da CVM em avançar com a modernização e aprimoramentos no arcabouço regulatório dos fundos de investimento no Brasil.

Em síntese, é necessário ressaltar a relevância e intensidade dos termos aqui dispostos. Se somado com as disposições da lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que instituiu a CVM, lei esta que possui natureza civil, e não administrativa – ou seja, o campo de alcance e atuação da 6.385/76 não foi alterado – pode-se claramente aferir que configura à CVM uma competência inequívoca para regular livremente a indústria de fundos de investimento, uma vez que as atividades já eram tratadas e previstas na referida lei, mas não havia uma exata definição de todo e qualquer possível alcance na matéria de fundos de investimento.

Não havia, portanto, uma competência específica para regulamentar o veículo em si, fato este que passa a ser expressamente previsto na Lei 13.874/19. Assim, respeitado as disposições que constam neste novo capítulo do Código Civil, conclui-se que é permitido à CVM regular o fundo em tudo aquilo que se entenda como necessário, salvo lei específica, como no caso dos FII – para estes fundos, inundados de características peculiares, ainda há um desafio a ser enfrentado – mas com relação a todos os demais fundos, é clara, evidente e indubitável a competência inequívoca da CVM para reger a matéria.

Isso cria uma base legal sólida e necessária para que se revise com total liberdade, inclusive em âmbito regulatório, diversos aspectos que ainda demandam aprimoramentos para tornar possível a evolução da indústria.

6.3. DEMAIS IMPACTOS DA MODERNIZAÇÃO DA NOVA REGULAÇÃO DE FUNDOS

Como exemplo do demais avanços prioritários, aqui destaca-se:

(i) Adequação e clara definição dos papéis dos prestadores de serviços sobre a constituição, representação e funcionamento do fundo: É sabido que há diversas distorções, inclusive na regulação em vigor (p.ex.: o fundo é constituído pelo administrador fiduciário, no entanto, é o gestor que idealiza o fundo, que seleciona os

prestadores de serviços; depois, há uma inversão nesses papéis na constituição, no próprio funcionamento do fundo, o que gera uma série de confusões ou inversões de papéis do ponto de vista regulatório, que não refletem a realidade da dinâmica da indústria.

(ii) Redimensionamento do conceito de *gatekeeper*: Até onde precisa ser mantido o excesso de responsabilidades e representação do condomínio, vulgo fundo, na figura do administrador fiduciário? Enquanto houver uma ausência de legislação específica sobre o tema, sempre haverá, inclusive do ponto de vista regulatório, uma reflexão sobre até onde o administrador pode avançar na delegação de responsabilidades para terceiros e/ou se, de fato deve ser centralizado neste prestador todas as responsabilidades inerentes e fundamentais do fundo, sendo este o representante principal do fundo, à luz da CVM;

(iii) Custos de observância: Além dos pontos anteriores, cumpre-se destacar que este marco legal trouxe consigo a possibilidade de revisitar redundâncias normativas desnecessárias. Este campo é bastante fértil para aprimorar, inclusive, a redução dos custos de observância que tais duplicidades/nebulosidades de função entre os prestadores ocasionam.

(iv) Das relações entre prestadores de serviços: A lei dispõe que, observada a regulação da CVM, o regulamento do fundo poderá estabelecer a limitação de responsabilidade desses prestadores perante o fundo, ou seja, perante os condôminos, e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade, conforme observa-se na redação disposta pelo artigo 1.368-B, inciso II, abaixo:

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: (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

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 (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019).

Temos, nesse ponto, um destaque importante, à medida que cada um destes responderá pelas atribuições que lhes competem, que são de sua função, e não pelas atribuições dos demais. Isto é, sem solidariedade, focando naquilo que lhe é atribuído, seja pela regulação, seja pelo próprio regulamento do fundo e, mais importante, sem

o ônus e preocupação de ter que responder caso um ou outro prestador de serviços, contratado ou não, deixe de cumprir o pleno exercício de suas funções.

Outro ponto importante a se destacar é que a lei, inclusive, vai além e exprime que a natureza de obrigação desses prestadores de serviço é uma natureza de obrigação de meio. Nesse ponto, devemos ponderar com extrema relevância um tema que ainda cerceia a segurança jurídica dos prestadores de serviço, no sentido deste ser responsável pelo cumprimento da regulação em vigor, de observar o mandato do fundo, todavia, sem a obrigação e responsabilidade pelo resultado desta prestação de serviço.

Ou seja, os prestadores deverão cumprir corretamente as competência inerentes às suas respectivas esferas de atuação, mas se houver, por exemplo, uma perda patrimonial no fundo, via de regra e conforme aplicável, o gestor não será responsabilizado por não ter entregue uma expectativa de retorno estimada pelos cotistas do fundo. Assim, basta que o gestor atenda os requisitos para prestação de serviço adequada, basta que este siga o mandato e seja diligente em sua atuação.

Ainda nesse sentido, a lei diz que eventual responsabilização do prestador de serviços deverá sempre levar em consideração os riscos inerentes das aplicações nos mercados de atuação dos fundos de investimento, conforme disposto no artigo 1.368, §2º, abaixo:

§ 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.²⁶

Ou seja, pode-se entender que a lógica do legislador é de que cada fundo possui, obviamente, uma política de investimento, e essa política trás repercussões do ponto de vista de riscos. Logo, temos que um prestador de serviços não pode ser responsabilizado por estes riscos que devem ser, inclusive, de conhecimento dos investidores, que estão assumindo a tomada destes riscos quando do aporte em determinado fundo e/ou estratégia.

²⁶ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: seção 6, capítulo 10, do fundo de investimento, Brasília, DF, 11 jan. 2002. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019) Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 08 mar. 2020.

Nesse sentido, ao observarmos todos os principais aspectos, acima elucidados, conjuntamente, podemos constatar uma elevação do nível de proteção aos prestadores de serviços correlatos ao fundo de maneira extremamente importante.

(v) Regime de responsabilidade dos cotistas: Por outro lado, pensando agora na expansão de proteção no foco em nível dos investidores do fundo, podemos observar uma mudança desejada de longa data na indústria de fundos que é a possibilidade de limitar a responsabilidade dos cotistas proporcionalmente aos valores aportados no fundo e não mais como tínhamos na regra anterior, que trazia a possibilidade de chamada de aportes adicionais no caso de inversão do patrimônio líquido do fundo. Este fator, em especial, é determinante e substancial para aproximar cada vez mais a indústria de fundos brasileira aos mercados mais desenvolvidos em âmbito internacional.

Para evidenciar a relevância do tema, o tamanho da distorção presente podia ser evidenciada através do posicionamento e evidente receio do investidor estrangeiro em ingressar com alocação de recursos no nosso mercado local.

Outra disposição legal é o fato dos fundos responderem com seu patrimônio com relação à todas as obrigações contratuais assumidas e não mais, naturalmente, os prestadores de serviço, salvo se agirem com dolo ou má-fé, conforme disposto no caput do artigo 1.386-E, abaixo:

Art. 1.368-E. Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.

Assim, podemos concluir que a somatória dos temas supracitados trazem segurança jurídica para o ambiente geral de fundos de maneira muito eficaz e relevante. Em suma, não mais respondem os cotistas do fundo pelo patrimônio líquido negativo do fundo, assim como também não cabe tal responsabilidade aos prestadores de serviço. Portanto, a responsabilidade sob o patrimônio líquido negativo do fundo compete, salvo exceção, a si mesmo perante seu respectivo patrimônio.

Conclui-se, portanto: Encontramo-nos diante de um marco legal necessário e bastante sólido para a evolução da indústria de fundos e do mercado de capitais como um todo. Com isso, temos um avanço muito importante e uma oportunidade de equiparar a indústria aos padrões internacionais de indústrias de fundos renomadas e desenvolvidas.

Assim, resta um ponto de reflexão: Ainda que apresente destaques primordiais para a modernização do mercado de capitais brasileiro, basta a Lei de Liberdade Econômica para suportar a robustez e complexidade de todos seus reflexos? Seria esta suficiente para prosseguir, seguramente, com todos os avanços tão esperados pelo mercado e, agora, idealmente possíveis pela presente oportunidade?

Não. A lei, por si só, é concreta, completa, sólida, mas não abarca suficientemente todas as previsões necessárias para que a indústria de fundos perfeitamente se acomode. Ela apenas cria o primeiro passo, fundamental para a indústria de fundos, mas necessita, sem sombra de dúvidas, ser adequadamente regulamentada, isto é, que a CVM, como autarquia máxima e competente para tanto, efetivamente solidifique os pilares de sustentação pela lei concebidos, mediante devida regulamentação.

7 CONCLUSÃO

Este projeto foi fundamentado e integralmente destinado à análise contextual, histórica e com viés principal acerca da Lei de Liberdade Econômica, bem como o que ela propõe, qual seu alcance e principais efeitos na indústria de fundos de investimento brasileira, e como, na aplicação prática, ela provocará intensas modificações legislativas, normativas, regulamentares, sistêmicas e operacionais sob todas as esferas que orbitam a referida indústria.

A partir do detalhamento sobre as proposituras de modificação visando, principalmente, a modernização dos modelos atuais de fundos de investimento, a visão do cotistas perante este veículo e maior segurança jurídica aos prestadores de serviços, foi possível identificar qual o racional que justifica a necessidade de edição e efetiva aplicação da Lei de Liberdade Econômica, bem como identificar, com clareza, os impactos – positivos e negativos – por ela possibilitados no desenvolvimento regulatório da “norma mãe” de fundos de investimento no Brasil.

Destaca-se que o presente trabalho abarcou, complementarmente, aprofundamento a um dos maiores aspectos trazidos pela lei – a expansão da alçada regulatória da Comissão de Valores Mobiliários, o contexto histórico que viabilizou tal expansão, bem como a clara evidenciação de quais são hoje, os deveres e responsabilidades alcançáveis pelo referido ente. Tal aprofundamento foi possível a partir da leitura do material basilar e doutrinário sobre o tema, em especial, o Edital de Audiência Pública CVM SDM 08/20, cujo cerne central é tratar a minuta de resolução que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, bem como demais legislações vigentes e regulamentações expedidas pela CVM.

Por fim, a parte final do artigo foi destinada a destrinchar e concluir, com base nas análises realizadas, quais serão os aprimoramentos presentes no marco legal da regulação da indústria de fundos no âmbito da adaptação à Lei de Liberdade Econômica, visando, especialmente, à evolução do mercado de capitais no Brasil e sua equiparação aos mais elevados padrões internacionais.

Em suma, o projeto foi fundamentalmente voltado à análise conceitual e histórica a fim de identificar, no decorrer de seu desenvolvimento, quais foram e como as propostas de mudanças substanciais no regime de regulação vigente dos fundos podem impactar a indústria de fundos, seus prestadores, investidores e os mercados

de atuação respectivos, não apenas em âmbito nacional, mas também considerando como tais mudanças trarão maior visibilidade para a aproximação da indústria aos mercados mais renomados e desenvolvidos.

Assim, considerando todo o exposto ao longo deste artigo, pode-se concluir que:

- I. O foco da Autarquia, tão logo encoberta de sua nova competência, foi alterar, prioritariamente, a ICVM 555, uma vez que tal normativo possui aplicabilidade subsidiária a todos os demais fundos de investimento existentes no mercado de capitais local, indistintamente;
- II. A lei trouxe a palavra PACIFICAÇÃO para a indústria de fundos de investimento brasileira – pacificação da CVM sobre a ampla competência para regular a matéria de fundos; pacificação sobre a natureza jurídica dos fundos, sem mais haver a necessidade de utilização de analogias e equiparação com outros normativos legais;
- III. A premissa sobre a obrigatoriedade de responsabilidade solidária dos prestadores foi efetivamente excluída do arcabouço regulatório, fazendo com que o alcance das alterações na responsabilidade dos prestadores atinja, de maneira uniforme e clara, alinhamento de interesses, excluindo a errônea obrigação de controle majoritário do administrador sob sua responsabilidade autônoma pelo fundo;
- IV. Torna a indústria de fundos menos onerosa, mais segura e regulada, atraindo novas possibilidades e mercados.

Logo, temos por base um estudo particular e específico, cujo tema ainda encontra-se em maturação e desenvolvimento, seja em âmbito regulatório, uma vez que grande parte dos aprimoramentos aqui elencados ainda carecem de efetiva regulamentação por parte do regulador, seja no âmbito tributário, à medida que é crucial que haja alinhamento sobre as proposituras, dogmático e estrutural, de todos os agentes de mercado que cerceiam a indústria de fundos nacional, para edição legislativa e tributária que comporte tais aprimoramentos nesta indústria, e por fim, esperam-se ser obtidas conclusões, em linha com o ordenamento jurídico e econômico vigente, e que façam sentido do ponto de vista operacional e estrutural na indústria de fundos de investimento no Brasil.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento**. [Rio de Janeiro, São Paulo]: ANBIMA. 2020. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 23 jun 2020.

ANBIMA. **Indústria de fundos alcança R\$ 5 trilhões de patrimônio líquido**. [Rio de Janeiro/São Paulo]. 2019. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/industria-de-fundos-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm. Acesso em: 23 jun 2020.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de; FREITAS, Bernardo Vianna. e VERSIANI, Fernanda (coord.). **Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2015. 22-23 p.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime jurídico dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. 17 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Retomada econômica pós-pandemia é tema central do 3º dia de evento do especial de 44 anos da Lei 6.385/76. **Comissão de Valores Mobiliários**, 10 dez. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/retomada-economica-pos-pandemia-e-tema-central-do-3-dia-de-evento-do-especial-de-44-anos-da-lei-6385-76-d035e5ddf58541ca9f3f1f5561fd8e42>. Acesso em: 18 mar. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: TOP, 2014. 58-59 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: TOP, 2014. 60 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: TOP, 2014. 78 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)**. Rio de Janeiro, RJ, 13 out. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/composicao/orgaos-especificos/superintendencia-de-desenvolvimento-de-mercado>. Acesso em: 12 dez. 2020.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**, 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, 1 – 13 p.

EIZIRIK, Nelson. **O Colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, 32 p.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Temas de Direito Societário**. São Paulo: Renovar, 2005. p. 547.

GOVERNO DO BRASIL. Balança comercial fecha 2020 com superávit de US\$ 50,9 bilhões. **Governo do Brasil**, 04 jan. 2021. Disponível em: <https://www.gov.br/pt-br/noticias/financas-impostos-e-gestao-publica/2021/01/balanca-comercial-fecha-2020-com-superavit-de-us-50-9-bilhoes>. Acesso em: 18 mar. 2021.

GREGORIO, Rafael. Indústria de fundos de investimentos chega a R\$ 6 trilhões de patrimônio líquido. Valor Investe, 06 jan. 2021. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2021/01/06/industria-de-fundos-de-investimentos-chega-a-r-6-trilhoes-de-patrimonio-liquido.ghtml>. Acesso em: 29 mar. 2021.

MARTINS NETO, Carlos. Natureza jurídica dos fundos de investimento e responsabilidade de seus cotistas à luz da Lei de Liberdade Econômica: como ficou e como poderia ter ficado. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas; (Org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**: fundos de investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. cap. 5, p. 55-72. Disponível em: <https://moreiramenezes.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Natureza-juridica-dos-fundos-de-investimento-Carlos-Martins-Neto.pdf>. Acesso em: 12 fev. 2021.

TAIAR, Estevão; RIBEIRO, Alex. Copom corta juros para 3,75%, nova mínima histórica. **Valor Econômico**, caderno Finanças, 18 mar. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/18/copom-reduz-selic-em-05-ponto-para-375percent-ao-ano.ghtml>. Acesso em: 29 mar. 2020.

WALTER ASHTON, Peter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, 40 e ss. p.

XAVIER, Luciana Pedrosa; SANTOS-PINTO, Rafael dos. **Os fundos de investimento e a 'Lei da Liberdade Econômica'**: novos problemas para um antigo e controverso instituto? Revista Jurídica da Escola Superior de Advocacia da OAB-PR, ano 5, n. 1, abr. 2020. Disponível em: <http://revistajuridica.esa.oabpr.org.br/wp-content/uploads/2020/04/revista-esa-11-cap-08.pdf>. Acesso em: 05 set. 2020.

Legislação

BRASIL. Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20, de 1º de dezembro de 2020. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios. **Comissão de Valores Mobiliários**, Rio de Janeiro, RJ, 01 dez. 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 01 dez. 2020.

BRASIL. Instrução CVM 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**. 17 dez. 2014.

Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 01 dez. 2020.

BRASIL. Instrução CVM 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. **Comissão de Valores Mobiliários**. 17 dez. 2001. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>. Acesso em: 01 dez. 2020.

BRASIL. Instrução CVM 615, de 02 de outubro de 2019. Altera e revoga dispositivos das Instruções CVM 153, de 24 de julho de 1991; 186, de 17 de março de 1992; 227, de 23 de dezembro de 1994; 279, de 14 de maio de 1998; 356, de 17 de dezembro de 2001; 359, de 22 de janeiro de 2002; 398, de 28 de outubro de 2003; 399, de 21 de novembro 2003; 462, de 26 de novembro de 2007; 472, de 31 de outubro de 2008; 555, de 17 de dezembro de 2014 e 578, de 30 de agosto de 2016. **Comissão de Valores Mobiliários**. 02 out. 2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst615.html>. Acesso em: 01 abr. 2021.

BRASIL. Instrução CVM 554, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. Comissão de Valores Mobiliários. 17 dez. 2014. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>. Acesso em: 01 dez. 2020.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: seção 6, capítulo 10, do fundo de investimento, Brasília, DF, 11 jan. 2002. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019) Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 08 mar. 2020.

BRASIL. Medida Provisória n. 881, de 30 de abril de 2019 - exposição de motivos. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. **Câmara dos Deputados**, Brasília, DF, 11 abr. 2019. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaodemotivos-157846-pe.html>. Acesso em: 05 set. 2020.

Referências complementares

INSPER. **Manual para elaboração de trabalhos**. Biblioteca Telles (s/d). Disponível em: http://arquivos.insper.edu.br/downloads/2021/biblioteca/manual_normalizacao_abnt.pdf. Acesso em: 14 dez. 2020.