



**Mardoqueu Corrêa Martins**

**R.A. 819114932**

**A ESTRUTURAÇÃO DE FUNDOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS E OS IMPACTOS  
DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA**

**São Paulo**

**2023**

**Mardoqueu Corrêa Martins**

**R.A. 819114932**

**A ESTRUTURAÇÃO DE FUNDOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS E OS IMPACTOS  
DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA**

Trabalho de Curso (TC 2), na modalidade Monografia, apresentado à Faculdade de Direito da Universidade São Judas Tadeu, Instituição de Ensino Superior (IES) do grupo Ânima Educação como exigência, parcial e obrigatória, para obtenção do grau de Bacharel(a) em Direito, sob orientação do Professor Fernando Zanella de Andrade.

**São Paulo**

**2023**

## FICHA CATALOGRÁFICA

Martins, Mardoqueu Corrêa

A estruturação de Fundos de Direitos Creditórios e os impactos da Lei de Liberdade Econômica/ Mardoqueu Corrêa Martins – 2023

**48, f.**

Trabalho de Curso na modalidade Monografia (Graduação em Direito) – Universidade São Judas Tadeu, São Paulo, 2023.

Orientador: Prof. Fernando Zanella de Andrade

1. Fundos de Direitos Creditórios. Sistema Financeiro Nacional. Regulação. Autorregulação. Lei da Liberdade Econômica.

## FOLHA DE AVALIAÇÃO DA BANCA DE DEFESA DO TRABALHO DE CURSO

Com fundamento no trabalho elaborado e em sua defesa em banca – ocorrida na data de 12/12/2023 às 19h00 –, os membros avaliadores deliberaram por considerar o(a) aluno(a) Mardoqueu Corrêa Martins, portador(a) do R.A. 819114932, com o conceito de:

APROVADO(A)

NÃO APROVADO(A)

APROVADO (A) COM CONDIÇÃO

---

Prof. FERNANDO ZANELLA DE ANDRADE  
ORIENTADOR / PRESIDENTE DA MESA  
UNIVERSIDADE SÃO JUDAS TADEU

---

Prof.(a) Fernando Zanella de Andrade  
EXAMINADOR(A)  
UNIVERSIDADE SÃO JUDAS TADEU

---

Aluno(a) Mardoqueu Corrêa Martins  
ORIENTANDO(A)  
UNIVERSIDADE SÃO JUDAS TADEU

**Considerações Orientador:** \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_.

**Considerações Examinador(a):** \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_.

Ao Professor Fernando Zanella de Andrade, pela orientação nesse trabalho  
À minha esposa, Jamile Corrêa Martins, por todo suporte, parceria e fé em mim.

À minha avó, Luzia da Paz, por sua generosidade para com a minha família.

Aos meus pais pelo esforço e melhores intenções.

Às minhas irmãs, minhas amigas, meu sangue.

Ao Max Satiro, meu amigo e motivador

## RESUMO

O presente trabalho analisou o funcionamento da estruturação de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, abordando o Sistema Financeiro em que se encontra, órgãos normativos, supervisores e autorreguladores. Tendo em vista que no Brasil o universo dos investimentos tem crescido ano após ano e que também responde a normas legais e infralegais, faz-se necessário colocar os holofotes nesse assunto que é tanto econômico quanto jurídico. Conhecidos pela sigla FIDC, são Fundos que permitem o investimento do seu patrimônio para a aplicação em direitos creditórios, sejam duplicatas, nota promissória, cheque, créditos de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil, de prestação de serviços, precatórios, entre outros. Sua constituição e funcionamento devem ser respaldados pelas normas legais e infralegais. Diante disso, busca-se estudar as principais características desse Fundo, sua natureza jurídica, evidenciando o que a legislação prevê sobre sua constituição, funcionamento e encerramento, e os impactos decorrentes da Lei da Liberdade Econômica, nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Em sua constituição, serão destacados a possibilidade de segregação do patrimônio em classes e a limitação da responsabilidade dos investidores ao valor de suas cotas.

Palavras-chave: Fundos de Direitos Creditórios. Sistema Financeiro Nacional. Regulação. Autorregulação. Lei da Liberdade Econômica.

## ABSTRACT

This work analyzed the functioning of the structuring of a Credit Rights Investment Fund, addressing the Financial System in which it is located, normative, supervisory and self-regulatory bodies. Given that in Brazil, the investment universe has been growing year by year and is also subject to legal and sub-legal norms, it is necessary to shed light on this matter, which is both economic and legal. Known by the acronym FIDC, these are funds that allow the investment of their net assets for the application in receivables, such as invoices, promissory notes, checks, credits from operations carried out in the financial, commercial, industrial, real estate, mortgage, leasing, service provision, court orders, among others. Their constitution and operation must be supported by legal and sub-legal norms. Therefore, the study seeks to examine the main characteristics of this fund, its legal nature, highlighting what the legislation provides for its constitution, operation, and termination, and the impacts resulting from the Economic Freedom Law, Law No. 13,874 of September 20, 2019. In its constitution, it will be emphasized the possibility of segregating the assets into classes and limiting the investors' liability to the value of their units.

Keywords: Receivables Investment Funds. National Financial System. Regulation. Self-regulation. Economic Freedom Law

## **LISTAGEM DE ABREVIATURAS**

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BI – Banco de Investimento

BACEN – Banco Central do Brasil

BCB – Banco Central do Brasil

CC – Código Civil

CDC – Código de Defesa do Consumidor

CMN – Conselho Monetário Nacional

CNPC – Conselho Nacional de Previdência Complementar

CNSP – Conselho Nacional de Seguros Privados

COPOM – Comitê de Política Monetária

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CTVM – Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários

DTVM – Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários

FIDC – Fundos de Investimento em Direito Creditórios

LLE – Lei da Liberdade Econômica

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

175 – Resolução CVM nº 175



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>1. ORIGEM HISTÓRICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO .....</b>	<b>11</b>
1.1. Trust.....	11
1.2. Investment Trusts .....	12
1.3. Contexto brasileiro .....	13
<b>2. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....</b>	<b>15</b>
2.1. Mercado Financeiro e Mercado de Capitais .....	15
2.2. Sistema Financeiro .....	16
2.2.1. Órgãos Normativos do SFN .....	17
2.2.1.1. Conselho Monetário Nacional (CMN) .....	17
2.2.1.2. Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC). .....	18
2.2.2. Entidades supervisoras do SFN .....	19
2.2.2.1. Banco Central do Brasil.....	19
2.2.2.2. Comissão de Valores Mobiliários.....	20
2.2.2.3. Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).....	22
2.2.3. Autorregulação e a ANBIMA .....	25
<b>3. OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS CREDITÓRIOS.....</b>	<b>28</b>
3.2. Resolução CVM nº 175 .....	29
3.3. Constituição e manutenção.....	30
3.3.1. Administrador Fiduciário .....	31
3.3.2. Gestor de Recursos .....	32
3.4. Classificação dos Fundos .....	33
<b>4. LEI DA LIBERDADE ECONÔMICA .....</b>	<b>35</b>
4.1. Natureza jurídica dos Fundos .....	36
4.2. Segregação do patrimônio em classes .....	38
4.3. Responsabilidade do investidor .....	40
4.4. Responsabilidade do prestador de serviço.....	41
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>44</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>45</b>

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo analisar o Sistema Financeiro Nacional, as implicações e inovações decorrentes da Lei nº 13.874/2019, conhecida como a "Lei da Liberdade Econômica," no que concerne a estruturação de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no contexto brasileiro.

A ascensão do número de brasileiros envolvidos nos mercados financeiro e de capitais como poupadores e/ou tomadores de recursos tem sido notável nos últimos anos (ANBIMA, 2023). Por sua vez, os Fundos de Investimento têm desempenhado um papel crucial no cenário financeiro global, oferecendo oportunidades de investimento diversificadas e acessíveis a uma ampla gama de investidores. No entanto, apesar do aumento do interesse nessa área, ainda existe uma lacuna considerável em estudos jurídicos relacionados à estruturação de Fundos de Investimento.

Há evidente dificuldade em acompanhar a evolução econômica, pois se por um lado é relativamente simples colocar uma hipótese econômica em prática, uma Lei ou o uso de determinados dispositivos legais em conjunto exige um importante esforço reflexivo, considerando suas implicações jurídicas. Nessa toada, o crescente desenvolvimento desse setor requer um acompanhamento jurídico constante para antecipar riscos e oportunidades.

Diante disso, será analisado a Lei de Liberdade Econômica, tendo em vista que esta trouxe significativas mudanças no âmbito dos Fundos de Investimento. Pode-se destacar, já nesse instante, a definição de Fundo de Investimento no Código Civil brasileiro, no artigo 1.368-C, estabelecendo que um Fundo de Investimento é "uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio de natureza especial, destinada à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza."

Para atingir os objetivos deste trabalho, os seguintes tópicos serão abordados: (i) a origem histórica dos fundos de investimento; (ii) o sistema financeiro nacional. Este capítulo abordará o ambiente regulatório e autorregulatório em que os Fundos de Investimento estão inseridos no Brasil, destacando as principais regras e regulamentações que orientam sua operação; (iii) fundo de investimento em direitos creditórios. Neste capítulo, vamos explorar os a estrutura, regulamentação e categorização desse fundo, abordando a Resolução CVM nº 175. A constituição e manutenção serão abordadas, incluindo as funções do Administrador Fiduciário e do Gestor de Recursos.

No que tange à problemática central do trabalho, o capítulo seguinte diz respeito aos impactos da Lei da Liberdade Econômica nos Fundos de Direitos Creditórios. Este será

dedicado a analisar as implicações práticas da Lei nº 13.874/2019 na estruturação e operação dos Fundos de Direitos Creditórios, destacando as mudanças que a legislação trouxe e como elas afetam esse setor.

## **1. ORIGEM HISTÓRICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

### **1.1. Trust**

Ao buscar as fontes para o que temos hoje como Fundo de Investimento, nos deparamos com o conceito de “Trust”, que remete ao direito anglo-saxão da era medieval. A partir da definição feita na obra de Cláudio Finkelstein (2016, p. 109), entendemos que o Trust é um instituto jurídico de natureza contratual, ou seja, estabelecido por meio de um contrato (o Trust) entre duas figuras, o “grantor” ou “settlor” (quem o cria e transfere ativos) e o “trustee” (quem administra os ativos em favor dos beneficiários). Os ativos são transferidos ao Trust, que não possui personalidade jurídica, sendo apenas uma relação contratual entre as partes envolvidas.

Destaca-se o papel do trustee, que é o responsável por administrar os ativos de acordo com os termos e condições estabelecidos no contrato. Sua função é agir no melhor interesse dos beneficiários. Nota-se a natureza fiduciária da relação, conceito que permanece entre os principais na estruturação de Fundos de Investimento modernos.

Os beneficiários, por sua vez, são as partes em cujo benefício o Trust foi estabelecido, ou seja, os donos originários dos ativos. Essa estrutura segrega legalmente a propriedade dos ativos (que fica com o Trust) da capacidade de controle sobre esses ativos, separando assim a propriedade legal da propriedade beneficiária (*equitable ownership*).

Em determinados casos, o grantor pode também atuar como trustee, na administração dos ativos do Trust, e quando há uma gestão profissional, o titular original dos ativos pode atuar como um protector, o que permite a ele gerir os ativos sob a supervisão do trustee, de acordo com as regras acordadas.

Além de ser uma modalidade embrionária em comparação ao que temos hoje, os Trusts são tidos como figuras complexas no direito, dado seu conceito superficial e abrangente, no mesmo diapasão do ambiente jurídico em que são concebidos, “*common law*”, que não se prende rigidamente a conceitos.

É nesse sentido que Eduardo Salomão Neto (2014, p. 24) elucida sobre a natureza do Trust, como sendo um mecanismo jurídico adaptável que pode servir a várias finalidades, todas

envolvendo a titularidade nominal de patrimônio por uma pessoa obrigada a administrá-lo em benefício de terceiros. O regime jurídico do Trust não foi estabelecido de forma precisa desde o início, mas sim foi sendo definido por meio de jurisprudência e, em alguns casos, por mudanças legislativas ao longo do tempo.

As aplicações do Trust também evoluíram ao longo da história, especialmente na transição do mercantilismo para o capitalismo industrial e financeiro. O Trust deixou de ser apenas um meio de organização de patrimônios privados e passou a ser um mecanismo jurídico presente na vida empresarial e na organização de esquemas de investimento coletivo.

## 1.2. Investment Trusts

Na seara dos esquemas de investimento coletivo, nos deparamos na doutrina com os “investment trusts”. Os autores divergem na origem exata, se teria se dado na Bélgica, com a *Société Générale des Pays Bas*, ou na Escócia no final do século XIX, onde se popularizaram alcançando a Inglaterra.

Conforme Oscar Barreto Filho (1956, p. 54-55), há diversas fontes que buscam definir esse conceito. Cita Leland Robinson, o qual entende como organizações nas quais os fundos reunidos de vários investidores são utilizados para comprar uma ampla variedade de valores mobiliários, visando garantir a segurança do capital, sem implicar responsabilidades de predomínio ou direção.

Moulton descreve investment trusts como organizações destinadas a comprar e vender valores mobiliários no interesse de um grupo de associados beneficiários. Eles reúnem fundos para vender seus próprios valores, que podem ser ações ou obrigações, e os utilizam para adquirir valores de outras empresas ou governos, nacionais ou estrangeiros.

Gael Fain define investment trusts como sociedades cujo objetivo é adquirir uma carteira de valores mobiliários com altas garantias de segurança. Eles investem apenas uma pequena fração de seu capital e reservas na compra de cada um desses valores. Após cobrir as despesas de gestão e encargos financeiros, eles distribuem a maior parte dos dividendos e juros recebidos entre seus acionistas, mas não distribuem as mais-valias eventualmente obtidas com a venda dos títulos em sua carteira.

Oscar Barreto Filho (1956, p. 57-58), em suma, elenca as principais características: (i) “limitação dos riscos, obtida mediante a diversificação dos investimentos”; (ii) “criação de um título dotado de amplo mercado, facilmente negociável”; (iii) “acumulação de importantes reservas pela própria sociedade”; e (iv) “gestão prudente e cautelosa da carteira por dirigentes

experimentados”.

O Investment Trust se tornou mais complexo como um mecanismo do mercado financeiro a partir da promulgação do Investment Company Act de 1940 nos Estados Unidos da América (BORGES, 2009. p. 46). Esse marco legal contribuiu para uma regulamentação mais abrangente do instituto e serviu de modelo para sua incorporação no direito brasileiro.

### 1.3. Contexto brasileiro

A história dos fundos de investimento no Brasil remonta às primeiras décadas do século XX, inspirada por influência da Inglaterra, Estados Unidos e outros países europeus. A ideia era trazer inovações para o cenário econômico e jurídico brasileiro, proporcionando uma alternativa versátil ao mercado financeiro convencional e auxiliando na distribuição de capital dos poupadores para os deficitários.

Embora regulamentações relacionadas a empresas de investimento já existissem antes da década de 1950, como a "companhia de investimento" mencionada no Decreto-lei nº 7.583 de 1945, seu propósito era canalizar investimentos públicos em projetos de relevância nacional, como infraestrutura e inovação tecnológica, e não se assemelhavam totalmente ao conceito mais atual de fundos de investimento.

A primeira experiência prática com fundos de investimento no Brasil surgiu em 1957 com a criação do Fundo de Investimento Crescincos, administrado pela Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, uma subsidiária da empresa norte-americana International Basic Economy Corporation, ligada ao grupo Rockefeller. Esse fundo pioneiro adotou o formato de "condomínio aberto".

A figura do "condomínio aberto" gerou questionamentos sobre a natureza jurídica e o regime tributário aplicável a esses fundos. Como resposta, em 30 de novembro de 1959, o Ministério da Fazenda emitiu a Portaria nº 309, que permitiu que companhias de investimento administrassem fundos em condomínio aberto, emitindo certificados representativos das participações dos investidores (CVM, 2022).

Antes da Portaria 309, a Lei nº 3.470 de 1958 definiu que os fundos de investimento em condomínio administrados por sociedades de investimento não seriam considerados pessoas jurídicas, evitando a dupla tributação dos rendimentos dos investimentos.

O desenvolvimento dos fundos de investimento no Brasil continuou nas décadas seguintes, com regulamentações específicas emitidas pela Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), que supervisionava o sistema monetário nacional até a criação do Banco

Central do Brasil em 1964. No final dos anos 1960, cerca de 100 fundos de investimento em formato de condomínio foram estabelecidos.

O mercado de fundos de investimento ganhou impulso com a criação de incentivos fiscais e regulamentações mais detalhadas. Em 1970, o Banco Central do Brasil emitiu a Resolução 145, que regulamentou a constituição e operação de fundos mútuos de investimento em condomínio aberto.

A partir da década de 1970, houve um aumento significativo na criação de fundos de investimento, com muitos programas de incentivo fiscal conduzidos por meio desses veículos. A dualidade de competência na regulamentação dos fundos entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) durou até a promulgação da Lei nº 10.303/01, que consolidou as cotas de fundos de investimento como valores mobiliários e estabeleceu a CVM como o único órgão regulador desses veículos no Brasil.

Em 2004, a Instrução CVM 555 consolidou as regulamentações sobre fundos de investimento, aprimorando as regras relativas às responsabilidades dos prestadores de serviços e à divulgação de informações, com ênfase na transparência.

Além desses órgãos, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), fundada em 2009, desempenhou um papel fundamental no desenvolvimento do mercado de fundos de investimento no Brasil, estabelecendo diretrizes e práticas de mercado e promovendo o reconhecimento da natureza condominial dos fundos de investimento.

## 2. SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

### 2.1. Mercado Financeiro e Mercado de Capitais

Para compreender o ambiente em que os Fundos de Investimento atuam no Brasil, é necessário abordar os conceitos dos mercados Financeiro e de Capitais (CVM, 2022).

O mercado financeiro abrange diferentes segmentos, incluindo o mercado bancário, o mercado de câmbio e o mercado de capitais. As instituições financeiras desempenham um papel fundamental, atuando como intermediários entre poupadores e tomadores de recursos.

Os poupadores são indivíduos ou entidades que possuem recursos excedentes, também chamados no jargão econômico de “agentes superavitários”. Os tomadores são aqueles que necessitam de recursos para financiar suas atividades, chamados, por sua vez, de “agentes deficitários”. As instituições financeiras captam recursos dos poupadores, comprometendo-se a devolvê-los sob certas condições, o que frequentemente envolve o pagamento de juros.

Esses recursos são então emprestados a outros tomadores, também à juros. A diferença entre a taxa de juros paga aos poupadores e a taxa cobrada dos tomadores é conhecida como "spread" e representa, de modo simplista, o ganho das instituições financeiras pela atividade de intermediação.

As instituições financeiras assumem riscos ao intermediar essas operações, uma vez que podem ocorrer inadimplências dos tomadores, flutuações nas taxas de juros, ou outros eventos fruto dos riscos inerentes ao sistema financeiro.

Já o mercado de capitais, também chamado de mercado de valores mobiliários, atua de forma complementar ao mercado financeiro. No mercado de capitais, ocorre a desintermediação financeira, o que significa que as operações são realizadas diretamente entre poupadores e tomadores de recursos. Isso implica que instituições financeiras não desempenham um papel central como intermediárias. Em vez disso, os investidores (poupadores) alocam diretamente seus recursos nos projetos e atividades dos tomadores na forma de investimentos em títulos e valores mobiliários, como ações e debêntures.

Esse mercado desempenha um papel crucial no desenvolvimento econômico, canalizando recursos diretamente para projetos de expansão e investimentos em empresas. Isso estimula o crescimento da capacidade produtiva da economia, o que é essencial para o desenvolvimento econômico da sociedade a longo prazo.

As empresas podem acessar o mercado de capitais para financiar seus projetos sem depender exclusivamente de empréstimos bancários. Conforme Eizirik et al:

(...) a função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou commercial papers, que também integram o mercado de capitais), mas, in loco, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras. (Nelson 2008, p. 8)

É válido ressaltar que a dinâmica entre poupadores e tomadores no sistema financeiro é altamente fluida e flexível. Não é uma condição estática onde um indivíduo ou instituição está permanentemente em uma única posição. Indivíduos e organizações podem desempenhar ambos os papéis, muitas vezes de maneira simultânea ou sequencial, dependendo de suas necessidades e circunstâncias financeiras.

## 2.2. Sistema Financeiro

O Sistema Financeiro desempenha um papel crucial na intermediação de recursos financeiros entre poupadores e tomadores. Andrea F. Andrezo e Iran S. Lima o definem a estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) como:

(...) o conjunto de instituições que integram o mercado financeiro, quer regulamentando e fiscalizando seus participantes (agentes normativos), quer facilitando a transferência de recursos financeiros entre poupadores e tomadores (instituições financeiras). (Andréa, 2002, p. 37)

O SFN é fundamentado nos princípios constitucionais brasileiros, tais como a livre iniciativa, a propriedade privada e a liberdade de operação nos mercados, bem como outros princípios que regem a ordem econômica e financeira, conforme estabelecidos na Constituição Federal.

No Brasil, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi estruturado e regulado pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, a qual definiu as principais figuras:

Art. 1º O Sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído:

- I - do Conselho Monetário Nacional;
- II - do Banco Central da República do Brasil;
- III - do Banco do Brasil S.A.;
- IV - do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico;
- V - das demais instituições financeiras públicas e privadas



Segundo Eduardo Salomão Neto (2014, p. 85), a Lei nº 4.595, ao instituir o Sistema Financeiro Nacional (SFN), estabeleceu um arcabouço institucional destinado a regular a atividade bancária no Brasil. Esse sistema é liderado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), e imediatamente abaixo dele está o Banco Central do Brasil (BC), com atribuições gerais de regulamentação e supervisão em relação à atividade bancária.

Atualmente a composição do SFN possui outros órgãos e entidades além das elencadas no artigo supramencionado, uma vez que foram criadas posteriormente. De modo geral, os componentes do SFN podem ser divididos em: órgãos normativos, entidades supervisoras e entidades operadores.

### 2.2.1. Órgãos Normativos do SFN

Os órgãos normativos do SFN incluem o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC). Esses órgãos são colegiados e fazem parte do Poder Executivo da União. Eles exercem poder normativo ao emitir regulamentações gerais que orientam as atividades dos agentes e participantes do mercado financeiro, mas estão limitados pela legalidade, ou seja, não podem ultrapassar os limites estabelecidos pela legislação em sentido estrito, que é formulada pelo Poder Legislativo.

#### 2.2.1.1. Conselho Monetário Nacional (CMN)

Segundo Juliano (2014, p. 63), criado pela Lei nº 4.595, o Conselho Monetário Nacional (CMN) foi estabelecido como o órgão máximo do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e desempenha um papel fundamental na regulamentação e orientação do mercado financeiro e de capitais. Seu principal objetivo é a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do país. É composto por três membros: o Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central, conforme determinado pela Lei nº 9.069/1995. Esses membros realizam reuniões ordinárias mensais para deliberar sobre questões financeiras e monetárias.

As finalidades do CMN foram alteradas pela Lei Complementar nº 179 de 2021, e são estabelecidas pelos incisos IV a VII do artigo 3º da Lei nº 4.595.

Art. 3º A política do Conselho Monetário Nacional objetivará:

IV - Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;

V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;

VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;

VII - Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

O CMN também se beneficia da assistência de várias comissões consultivas, estabelecidas de acordo com o artigo 7º da Lei nº 4.595. Essas comissões têm a função de auxiliar o CMN em suas decisões e, entre elas, destaca-se a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC), criada pela Lei nº 9.069/1995. Essa comissão atua como um órgão de assessoramento técnico na formulação da política monetária e de crédito, distinguindo-se das comissões consultivas por suas competências mais abrangentes.

Dentre suas funções, destaca-se a de definição da meta de inflação, conforme disposto no Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. A fixação dessa meta é crucial para orientar as ações do Banco Central na busca da estabilidade de preços. Ao definir uma meta de inflação, o CMN fornece um objetivo claro para o controle da variação dos preços pelo Banco Central, o qual utiliza a política monetária como ferramenta para manter a inflação dentro dos limites estabelecidos, algo que será melhor abordado posteriormente.

Nota-se que o CMN não tem a prerrogativa de executar qualquer diretiva, mas tão somente comandar o funcionamento do SFN ao definir a política de organização e funcionamento desse mercado, bem como regulamentar o crédito nele, estabelecendo diretrizes gerais que orientam as atividades do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estes sim executores das diretrizes estabelecidas pelo CMN.

#### 2.2.1.2. Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC).

O CNSP (Ministério da Fazenda, 2023), criado pelo Decreto-Lei nº 73 de 1966, é responsável por estabelecer diretrizes e normas no setor de seguros privados. O órgão é vinculado ao Ministério da Fazenda e suas políticas devem estar alinhadas com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Sua composição inclui o Ministro da Fazenda (que preside o conselho), representantes dos Ministérios da Justiça e da Previdência Social, o Superintendente da Superintendência de

Seguros Privados (Susep), um representante do Banco Central do Brasil e um representante da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Como órgão normativo, as funções do CNSP incluem a regulamentação da constituição, organização, funcionamento e fiscalização das entidades relacionadas ao mercado de seguros privados. O CNSP define as características gerais dos contratos de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro. Além disso, prescreve critérios para a constituição de sociedades seguradoras, entidades de previdência privada aberta e resseguradores, bem como estabelece diretrizes para as operações de resseguro. O órgão também tem a responsabilidade de disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretores.

Já o CNPC (Ministério da Fazenda, 2023) foi instituído pelo Decreto Federal nº 7.123 de 2010 para regulamentar o regime de previdência complementar operado por instituições privadas de previdência complementar, mais comumente conhecidas como fundos de pensão.

A composição do CNPC inclui o Ministro de Estado da Previdência Social (que preside o conselho), representantes da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), Secretaria de Políticas de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social, Casa Civil da Presidência da República, Ministério da Fazenda, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, entidades fechadas de previdência complementar, patrocinadores e instituidores de planos de benefícios dessas entidades, bem como participantes e assistidos de planos de benefícios.

## 2.2.2. Entidades supervisoras do SFN

Tratam-se de entidades especializadas que exercem poderes de supervisão e, também, editam normas para o funcionamento e controle dos operadores do SFN dentro de cada um dos segmentos ou mercados. Essas entidades são responsáveis por executarem as diretrizes estabelecidas pelos órgãos normativos. São divididas em: Banco Central do Brasil (BACEN), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

### 2.2.2.1. Banco Central do Brasil

O BACEN é uma autarquia federal criada pela Lei nº 4.595. É responsável por implementar as diretrizes estabelecidas pelo CMN e é o principal executor das políticas

monetárias, cambiais e de crédito no país.

Em de 24 de fevereiro de 2021 a Lei Complementar nº 179 alterou trechos da Lei nº 4.595 estabelecendo a sua autonomia (Banco Central do Brasil, 2023). Desse modo, não possui vinculação a Ministérios, tutela ou subordinação hierárquica. Ainda assim, as metas de política monetária são estabelecidas pelo CMN, competindo privativamente ao Banco Central do Brasil conduzir a política monetária necessária para cumprimento das metas estabelecidas.

Entre suas atribuições, o BACEN é responsável pela emissão de papel-moeda e moeda metálica, a execução dos serviços relacionados ao meio circulante, a regulamentação dos serviços de compensação de cheques e outras operações financeiras, o controle do crédito, a gestão de recolhimentos compulsórios e voluntários das instituições financeiras, a realização de operações de redesconto e empréstimos para instituições financeiras e a autorização para o funcionamento de entidades financeiras.

Além disso, é responsável por fiscalizar as instituições financeiras, estabelecer as condições para o exercício de cargos de direção nestas instituições e efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais como instrumento de política monetária. O Banco Central também mantém relacionamentos com instituições financeiras internacionais, monitora as atividades de empresas que afetam os mercados financeiros e de capitais e controla o fluxo de capitais estrangeiros.

Dessa forma, também é conhecido como o “Banco dos Bancos”, por sua importância e autoridade sobre o sistema financeiro nacional. O BACEN é constituído por uma diretoria colegiada com até nove membros, todos nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado. Eles se reúnem regularmente para tomar decisões sobre questões financeiras e econômicas.

Por fim, uma das funções mais notáveis do Banco Central é a determinação da taxa de juros de referência do país, conhecida como a taxa Selic. Isso ocorre periodicamente através do Comitê de Política Monetária (COPOM), um órgão interno do BACEN criado em 1996 e formado pela diretoria conjunta do Banco Central. Atualmente regido pela Resolução BCB nº 61 de 13/1/2021, é o responsável por fixar a meta para a Taxa Selic, um referencial fundamental para o mercado financeiro brasileiro ao influenciar a taxa de juros, que, por sua vez, afeta o custo do crédito, a inflação, o câmbio e outros indicadores econômicos.

#### 2.2.2.2. Comissão de Valores Mobiliários

A CVM foi criada em 7 de dezembro de 1976 pela Lei nº 6.385. Sua missão é de

promover o desenvolvimento e a transparência do mercado de capitais, protegendo os investidores e assegurando que as operações financeiras sejam conduzidas de maneira eficiente e de acordo com as regras estabelecidas (Comissão de Valores Mobiliários, 2023).

A CVM é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica própria, o que lhe confere autoridade administrativa independente e autonomia financeira e orçamentária. Isso significa que a CVM não está sujeita a subordinação hierárquica, o que garante a sua capacidade de tomar decisões independentes em relação às suas atribuições e responsabilidades no mercado de capitais.

Suas atividades estão previstas no artigo 1º da Lei nº 6.385:

Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII - a auditoria das companhias abertas;
- VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

A estrutura da CVM é composta por um presidente e quatro diretores, formando o seu colegiado, que é a instância decisória máxima do órgão. Esses membros são nomeados pelo Presidente da República e precisam ser aprovados pelo Senado Federal. Os dirigentes têm um mandato de cinco anos, com a vedação de serem reconduzidos. A cada ano, um quinto dos membros do colegiado é renovado, garantindo uma certa continuidade nas ações da CVM.

A CVM tem jurisdição sobre uma ampla gama de participantes do mercado financeiro, incluindo companhias abertas, corretoras de valores mobiliários, distribuidoras de valores mobiliários, administradores de carteiras (gestores de fundos), analistas e consultores de valores mobiliários, bolsas de valores e mercadorias, entidades administradoras de mercado de balcão, entidades de custódia, compensação e liquidação, fundos de investimento e investidores em geral.

Um dos poderes mais importantes da CVM é o seu poder normativo. Isso significa que a CVM tem a responsabilidade de estabelecer regras que regulamentam diversas áreas do mercado de capitais.

Essas regras abrangem desde os requisitos para o registro de companhias abertas até regulamentações específicas para ofertas públicas de valores mobiliários, credenciamento de

auditores independentes, funcionamento das bolsas de valores e mercadorias, negociação de valores mobiliários, administração de carteiras e custódia de valores mobiliários, funcionamento de fundos de investimento e regras de conduta para os agentes do mercado.

A CVM também é responsável pela fiscalização e supervisão das atividades e serviços no mercado de valores mobiliários, bem como pela veiculação de informações sobre o mercado. Companhias abertas, em especial aquelas que não apresentam lucro em seus balanços ou que não pagam o dividendo mínimo obrigatório, estão sujeitas a uma fiscalização mais rigorosa por parte da CVM.

Além disso, a CVM tem o poder de impor penalidades em caso de irregularidades ou infrações. As penalidades podem incluir advertências, multas, suspensão de cargos de administradores, inabilitações para o exercício de funções relacionadas ao mercado de valores mobiliários, suspensão ou cassação de registros e proibições de atividades específicas. As multas aplicadas pela CVM têm um limite de R\$ 500.000,00 (cinquenta milhões de reais), 50% do montante contratado ou três vezes o valor da vantagem financeira ou perda evitada decorrente do ato ilícito, conforme previsão no artigo 11 da Lei nº 6.385. Dessa forma, a CVM também figura como protetora do investidor, assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários.

Por fim, a CVM promove a autorregulamentação no mercado de valores mobiliários, permitindo que entidades participantes do mercado estabeleçam regras próprias, desde que sujeitas à supervisão da CVM. Essa autorregulamentação visa a criar regras e procedimentos sensíveis às necessidades específicas do mercado.

#### 2.2.2.3. Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)

A Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pelo Decreto Lei nº 73 de 21 de novembro de 1966. A principal responsabilidade da SUSEP é atuar como órgão fiscalizador da formação, organização, funcionamento e operação das Sociedades Seguradoras, cumprindo as diretrizes do CNSP.

O conselho diretor da SUSEP é composto pelo Superintendente, que preside o conselho, e por quatro Diretores indicados pelo Ministro da Fazenda e nomeados pelo Presidente da República ou autoridade competente através de delegação.

Conforme previsto no artigo 36 do referido Decreto-Lei, são suas atribuições:

- a) processar os pedidos de autorização, para constituição, organização, funcionamento, fusão, encampação, grupamento, transferência de controle acionário e reforma dos Estatutos das Sociedades Seguradoras, opinar sobre os mesmos e encaminhá-los ao CNSP;
- b) baixar instruções e expedir circulares relativas à regulamentação das operações de seguro, de acordo com as diretrizes do CNSP;
- c) fixar condições de apólices, planos de operações e tarifas a serem utilizadas obrigatoriamente pelo mercado segurador nacional;
- d) aprovar os limites de operações das Sociedades Seguradoras, de conformidade com o critério fixado pelo CNSP; e examinar e aprovar as condições de coberturas especiais, bem como fixar as taxas aplicáveis;
- e) examinar e aprovar as condições de coberturas especiais, bem como fixar as taxas aplicáveis;
- f) autorizar a movimentação e liberação dos bens e valores obrigatoriamente inscritos em garantia das reservas técnicas e do capital vinculado;
- g) fiscalizar a execução das normas gerais de contabilidade e estatística fixadas pelo CNSP para as Sociedades Seguradoras;
- h) fiscalizar as operações das Sociedades Seguradoras, inclusive o exato cumprimento deste Decreto-lei, de outras leis pertinentes, disposições regulamentares em geral, resoluções do CNSP e aplicar as penalidades cabíveis;
- i) proceder à liquidação das Sociedades Seguradoras que tiverem cassada a autorização para funcionar no País;
- j) organizar seus serviços, elaborar e executar seu orçamento
- k) fiscalizar as operações das entidades autorreguladoras do mercado de corretagem, inclusive o exato cumprimento deste Decreto-Lei, de outras leis pertinentes, de disposições regulamentares em geral e de resoluções do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), e aplicar as penalidades cabíveis;
- l) celebrar convênios para a execução dos serviços de sua competência em qualquer parte do território nacional, observadas as normas da legislação em vigor.

Além dessas funções, a SUSEP também tem a responsabilidade de supervisionar entidades do mercado de seguros, como Sociedades Seguradoras, Resseguradores, Corretores de Seguro, de Capitalização e de Previdência, Sociedades de Capitalização e Entidades Abertas de Previdência Complementar.

Já a PREVIC é uma autarquia de natureza especial, dotada de autonomia administrativa e financeira e patrimônio próprio, vinculada ao Ministério da Previdência Social, criada em 23 de dezembro de 2009 pela Lei nº 12.154, com a finalidade de fiscalizar e supervisionar as instituições fechadas de previdência complementar e operar políticas relativas à previdência complementar.

A direção da PREVIC é composta por um diretor superintendente e quatro diretores indicados pelo Ministro da Fazenda e nomeados pelo Presidente da República. Esses dirigentes devem possuir reputação ilibada e notória competência para exercerem suas funções.

A PREVIC possui atribuições fundamentais, conforme estabelecido no artigo 2º da

referida Lei quais sejam:

Art. 2º Compete à Previc:

I - proceder à fiscalização das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de suas operações;

II - apurar e julgar infrações e aplicar as penalidades cabíveis;

III - expedir instruções e estabelecer procedimentos para a aplicação das normas relativas à sua área de competência, de acordo com as diretrizes do Conselho Nacional de Previdência Complementar, a que se refere o inciso XVIII do art. 29 da Lei no 10.683, de 28 de maio de 2003;

IV - autorizar:

a) a constituição e o funcionamento das entidades fechadas de previdência complementar, bem como a aplicação dos respectivos estatutos e regulamentos de planos de benefícios;

b) as operações de fusão, de cisão, de incorporação ou de qualquer outra forma de reorganização societária, relativas às entidades fechadas de previdência complementar;

c) a celebração de convênios e termos de adesão por patrocinadores e instituidores, bem como as retiradas de patrocinadores e instituidores; e

d) as transferências de patrocínio, grupos de participantes e assistidos, planos de benefícios e reservas entre entidades fechadas de previdência complementar;

V - harmonizar as atividades das entidades fechadas de previdência complementar com as normas e políticas estabelecidas para o segmento;

VI - decretar intervenção e liquidação extrajudicial das entidades fechadas de previdência complementar, bem como nomear interventor ou liquidante, nos termos da lei;

VII - nomear administrador especial de plano de benefícios específico, podendo atribuir-lhe poderes de intervenção e liquidação extrajudicial, na forma da lei;

VIII - promover a mediação e a conciliação entre entidades fechadas de previdência complementar e entre estas e seus participantes, assistidos, patrocinadores ou instituidores, bem como dirimir os litígios que lhe forem submetidos na forma da Lei no 9.307, de 23 de setembro de 1996;

IX - enviar relatório anual de suas atividades ao Ministério da Previdência Social e, por seu intermédio, ao Presidente da República e ao Congresso Nacional; e

X - adotar as demais providências necessárias ao cumprimento de seus objetivos.

Dessa forma, suas competências incluem a fiscalização e supervisão das entidades fechadas de previdência complementar, que são conhecidos como “fundos de pensão”. A PREVIC também é responsável por apurar infrações e aplicar as penalidades cabíveis de acordo com as normas e regulamentos pertinentes. Uma das suas responsabilidades essenciais é garantir a proteção dos interesses dos participantes e beneficiários dos fundos de pensão, bem como a solidez e estabilidade do sistema de previdência complementar. Para isso, a autarquia atua de acordo com as diretrizes do CMN e do CNPC.



### 2.2.3. Autorregulação e a ANBIMA

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) é uma das entidades mais importantes nesse âmbito, tendo em vista que atua na autorregulação do mercado financeiro brasileiro.

A entidade possui área dedicada a autorregulação, onde elabora regras de conduta as quais as instituições e associadas devem seguir. Além de elaborar essas normas, a ANBIMA assume a responsabilidade de fiscalizar o cumprimento das regras por parte de seus membros. Isso significa que a entidade monitora as ações das instituições financeiras e profissionais de investimento que fazem parte de sua associação para garantir que estão seguindo as diretrizes estabelecidas nos códigos (ANBIMA, 2023).

É válido, nesse momento, abordar brevemente o histórico desse tão relevante órgão.

Conforme a CVM (2023), na década de 1980, o Brasil enfrentou altos índices inflacionários e a necessidade crescente de recursos pelo Estado. Nesse contexto, os investidores brasileiros enfrentaram desafios para buscar modalidades de investimento de médio e longo prazo. A indústria de fundos de investimento, que oferecia uma opção para proteção contra a inflação, começou a se destacar como uma alternativa viável. Consequentemente, a ANBIMA, então denominada ANBID, surgiu como uma entidade representativa dessa indústria em crescimento.

À medida que a indústria de fundos cresceu, a importância das instituições envolvidas na atividade financeira aumentou. A ANBID assumiu a liderança em questões como a defesa da expansão das operações de bancos de investimento em diversos segmentos e a renegociação das dívidas do Estado brasileiro com as instituições associadas à ANBIMA.

A ANBID também começou a produzir análises estatísticas sobre fundos de investimento, coletando dados que hoje são amplamente utilizados, inclusive por autoridades reguladoras. À medida que a década de 1980 chegava ao fim, a ANBID reconheceu que o sistema de especialização das instituições financeiras não estava atingindo os resultados desejados, especialmente com a formação de conglomerados financeiros.

A partir de 1988, a regulamentação permitiu a criação de bancos múltiplos, que podiam atuar em várias áreas do mercado financeiro. Isso levou a ANBID a evoluir de uma entidade representativa dos bancos de investimento para uma entidade representativa de todas as instituições envolvidas no mercado de capitais, independentemente de sua forma jurídica. Consequentemente, a ANBIMA começou a focar mais no produto oferecido ao investidor. Para isso, criou comissões especializadas, como a Comissão de Fundos de Investimento e a

Comissão de Mercado de Capitais, para tratar de questões pertinentes ao mercado de capitais.

Com a estabilidade econômica alcançada em 1994, a privatização e a abertura da economia, a ANBIMA passou a desempenhar um papel importante nas discussões sobre aprimoramento da regulamentação. A associação ganhou reconhecimento e, em 2005, tornou-se membro da IOSCO, a International Organization of Securities Commissions.

A ANBIMA também introduziu a autorregulação para elevar a qualidade dos produtos e serviços disponíveis. Lançou códigos de autorregulação para ofertas públicas de valores mobiliários e fundos de investimento, antecipando em alguns casos as regulamentações estatais. A associação também instituiu o Programa de Certificação Continuada e códigos para serviços qualificados de custódia, controladoria e prática de private banking.

A ANBIMA culminou em sua configuração atual após a fusão da ANBID e da ANDIMA em 2009 e tem desempenhado um papel significativo.

Em relação ao mercado de fundos de investimento, os Códigos de Regulação e Melhores Práticas têm sido essenciais no aprimoramento do mercado de fundos, ao promover padronização de procedimentos, disponibilidade de informações de qualidade e aprimoramento dos padrões fiduciários.

As instituições participantes do mercado de fundos de investimento que são associadas devem observar os princípios, garantindo que suas ações estejam alinhadas com os interesses dos investidores, em consonância aos padrões éticos e de transparência nas emissões de valores mobiliários no país, promovendo, assim, a integridade do mercado.

Um importante marco a ser citado foi a celebração de dois convênios com a CVM, surgindo a situação de se ter, em decorrência de um de tais convênios, um autorregulador voluntário que, por obrigação de natureza contratual (e não legal), submete parte de sua atividade à supervisão do regulador estatal.

Isso se deu a partir da Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, a qual previa em seu artigo 6º a celebração de convênios com entidades autorreguladoras:

Art. 6º A CVM poderá celebrar convênios para adoção do procedimento de registro simplificado com entidades auto-reguladoras que, a juízo da Autarquia, comprovem ter estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na presente Instrução.

Parágrafo único. Os convênios de que trata o caput devem estabelecer regras que tratem, no mínimo, sobre:

I – a definição dos valores mobiliários sobre os quais a entidade autorreguladora pode conduzir análises prévias e produzir relatórios técnicos, para os efeitos desta Instrução;

II – os critérios para condução da análise prévia;

III – o conteúdo mínimo do relatório técnico a ser encaminhado à CVM;

IV – as obrigações da entidade auto-reguladora, inclusive em relação a:

- a) verificação diligente do atendimento, pelas ofertantes e pelos intermediários, das leis e normas relativas ao registro pretendido;
- b) elaboração e divulgação de regras internas sobre os procedimentos e critérios de análise prévia e produção de relatório técnico;
- c) qualificação técnica e treinamento dos prepostos que conduzirão as análises prévias e produzirão os relatórios técnicos;
- d) indenização por prejuízos causados à CVM por atos ou omissões praticados pela entidade autoreguladora ou seus prepostos no cumprimento do disposto no convênio e nesta Instrução; e
- e) produção de relatórios periódicos sobre as suas atividades de análise prévia e produção de relatórios técnicos.

V – a possibilidade de fiscalização, pela CVM, da atuação da entidade auto-reguladora e de seus prepostos no cumprimento do disposto no convênio e nesta Instrução; e

VI – as conseqüências do descumprimento do convênio pela entidade auto-reguladora.

Dessa forma, possibilitou que as instituições participantes da ANBIMA realizassem registro simplificado da oferta pública de determinados valores mobiliários, desde que a própria ANBIMA realizasse análise prévia dos documentos. Em decorrência de tal análise prévia, a CVM admitiu submeter-se a prazos mais reduzidos na análise da documentação de ofertas públicas.

Já o outro convênio explicita a intenção da ANBIMA e da CVM aproveitarem, reciprocamente, os termos de compromisso e as penalidades aplicadas no âmbito de seus processos, quando relacionados aos mesmos fatos, a exemplo do que já ocorria entre a CVM e as entidades de mercado de balcão organizado ou as bolsas de valores.

Desse modo, a ANBIMA também exercer atividade sancionadora, conforme seu processo administrativo próprio, conforme seu Código de Processos, podendo a associação celebrar termos de compromisso com os indiciados ou aplicar as seguintes penalidades, que não podem ser revistas pela CVM:

Art. 30. Os Interessados no Processo que descumprirem os princípios e regras estabelecidos nos Códigos ANBIMA ou no Código de Ética, conforme o caso, estarão sujeitos à imposição das seguintes penalidades, observadas as disposições específicas de cada Código:

- I. Advertência pública.
- II. Multa.
- III. Proibição temporária do uso do Selo ANBIMA.
- IV. Desligamento do quadro associativo da ANBIMA.

A parceria tem sido frutífera, à medida em que a entidade elabora regras eficientes com alto nível de aderência pelos membros do mercado, de tal modo que em 19 de janeiro de 2023

foi informado ao mercado a Ampliação de convênio com a CVM, com acompanhamento diário dos dados dos fundos e apontamento de inconsistências (ANBIMA, 2023).

### **3. OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS CREDITÓRIOS**

A fim de definir essa modalidade de investimento e evidenciar suas características básicas, é necessário observar que os FIDCs estão conectados ao conceito de securitização. A securitização é um processo financeiro no qual ativos financeiros, como recebíveis ou direitos creditórios, são transformados em títulos negociáveis no mercado de capitais. Esse processo envolve a emissão de valores mobiliários lastreados nos fluxos de caixa provenientes desses ativos, permitindo que investidores adquiram uma participação nos rendimentos gerados por eles.

Utilizando um exemplo prático para melhor visualização, suponhamos que uma empresa de roupas XYZ tem uma quantidade significativa de recebíveis futuros provenientes das vendas a prazo. Esses recebíveis estão vinculados aos clientes que utilizam o cartão de crédito da loja para efetuar suas compras.

Esses recebíveis representam direitos creditórios, mas a XYZ prefere ter acesso a esse recurso imediatamente, em vez de esperar pelos pagamentos futuros. Isso pois, a empresa pode necessitar do dinheiro antecipadamente e/ou vários desses clientes podem se tornar inadimplentes, configurando um risco significativo para o negócio. Diante disso, a empresa decide se associar a uma instituição financeira ou securitizadora para estruturar a operação.

Os recebíveis provenientes das vendas a prazo são agrupados e transformados em ativos financeiros negociáveis. Um FIDC é criado para acomodar esses direitos creditórios. O fundo será gerido por uma instituição financeira autorizada e emitirá cotas disponíveis para investidores, as cotas representam frações do fundo.

Investidores interessados em participar do fundo adquirem essas cotas. Com o capital proveniente da venda das cotas, o FIDC adquire os direitos creditórios da XYZ, ou seja, os recebíveis vinculados às vendas a prazo com o cartão de crédito da loja, por um valor menor do que eles representam.

À medida que os clientes da XYZ efetuam os pagamentos de suas compras a prazo, os recursos são repassados para o FIDC. Esses recursos são distribuídos aos investidores de acordo com a participação de cada um no fundo. Dessa forma, o Fundo assume o risco de inadimplência e o tempo necessário para o recebimento dos valores visando a rentabilidade, enquanto a empresa mitiga esse risco.

Segundo o entendimento da própria CVM, os FIDC são atualmente o principal veículo de securitização no país. Fortuna (FORTUNA, 2005, p. 492), elucida que:

Os Fundos de Recebíveis foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. Com eles as empresas passaram a ter uma opção de financiamento alternativa, seja ao sistema bancário, seja ao mercado de capitais, e os bancos passaram a ter a possibilidade de vender seus créditos para fundos de recebíveis especialmente criados para esse fim, abrindo espaço em sua carteira para novas operações de crédito.

### 3.2. Resolução CVM nº 175

Como explicitado anteriormente, a CVM é a entidade responsável por regular o mercado de capitais, além de estabelecer os critérios para constituição, manutenção e encerramento dos Fundos de Investimento no Brasil.

A Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022 dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos no Brasil. Antes de sua entrada em vigor em 02 de outubro de 2023, a principal norma para os Fundos de Investimento era a Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014, porém, suas disposições abrangiam Fundos em geral.

Os FIDC eram regidos pela Instrução CVM 356, que regulamentava a constituição e o funcionamento de FIDCs e de fundos de investimento em cotas de FIDC, e a Instrução CVM 444, que regulamentava o FIDCs Não-Padronizados.

Isto pois, os FIDCs se enquadram no conceito de “fundos estruturados”. Conforme definição dada no Ofício-Circular/CVM/SIN/nº 1/2010, de 8 de janeiro de 2010, são fundos que “investem preponderantemente em um determinado ativo financeiro, mas cujo desempenho não replica o do ativo em muitas circunstâncias, em função de uma operação estruturada que pode ter diversas finalidades (impedir perda do principal investido, reduzir a volatilidade do retorno do fundo frente ao desempenho do ativo investido, entre outros) para o fundo”. Dentre os principais que se enquadram nessa definição são os: Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento em Participações (FIP) e FIDCs.

Ou seja, essa definição diz respeito a maior complexidade, a diversificação e as estratégias mais especializadas que esses fundos podem apresentar em relação aos Fundos tradicionais, motivo pelo qual possuíam regulamentação própria.

Todavia, a 175 agrupou, por assim de dizer, as normas gerais e específicas aos fundos estruturados em uma única Resolução, de modo que as regras para os FIDC estão contidas em

seu Anexo Normativo II.

### 3.3. Constituição e manutenção

Conforme estabelecido no artigo 8º da 175, o funcionamento de um Fundo depende de registro prévio na CVM e será automaticamente concedido em decorrência do envio de documentos e informações pelo administrador por meio de sistema eletrônico, conforme especificado no art. 10 e nas regras específicas de cada categoria de fundo.

Art. 10. O pedido de registro de funcionamento do fundo e, se for o caso, de cada classe de cotas, deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:

I – regulamento do fundo e, se existirem diferentes classes de cotas, seus anexos, o que inclui apêndices descritivos de subclasses, se for o caso;

II – instrumento de deliberação de que trata o art. 7º, que deve incluir declarações dos prestadores de serviços essenciais de que o regulamento está plenamente aderente à legislação vigente;

III – identificação dos prestadores de serviços contratados por cada prestador de serviço essencial em nome do fundo, informando resumidamente os serviços a serem prestados, as classes de cota que serão servidas, nome e CNPJ ou CPF, conforme o caso; e

IV – no caso de classe fechada, patrimônio inicial mínimo.

Parágrafo único. A disponibilização do regulamento na página da CVM na rede mundial de computadores é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.

O Regulamento do Fundo pode ser considerado como o principal documento do Fundo. Nele estará previsto a natureza do fundo, os objetivos e a política de investimentos, as vedações, os riscos inerentes do negócio, taxas e encargos a serem custeados pelo fundo, os prestadores de serviço e suas atribuições, regras para realização de assembleias de cotistas, prazos para resgate e liquidação dentre outras informações pertinentes.

Ainda no art. 8º, §2º, é estabelecido que “caso o fundo tenha mais de uma classe de cotas, cada classe deve obter seu próprio registro de funcionamento, o qual pode ser requerido à CVM concomitantemente ou após a obtenção do registro do fundo”. A matéria da segregação do patrimônio do Fundo em diferentes classes de cotas será melhor abordada posteriormente.

No § 3º é estabelecido que após 90 (noventa) dias do início de atividades, a classe de cotas que mantiver, a qualquer tempo, patrimônio líquido diário inferior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) pelo período de 90 (noventa) dias consecutivos deve ser imediatamente liquidada ou incorporada a outra classe de cotas pelo administrador.

É importante citar a figura dos prestadores de serviço, que desempenham papel indispensável no processo de constituição, manutenção e encerramento dos Fundos.

### 3.3.1. Administrador Fiduciário

O administrador fiduciário é o responsável legal pelo Fundo, tendo poderes para praticar os atos necessários à sua administração.

Apenas pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários podem ser administradores de fundos de investimento, conforme a Resolução CVM nº 21/2021. O processo de habilitação de administradores de carteiras pode ser realizado por meio da ANBIMA.

Suas responsabilidades estão por toda 175. Extraíndo as principais para o presente, no artigo 83 temos que são de responsabilidade do administrador contratar, em nome do fundo, terceiros devidamente habilitados e autorizados, para os serviços de: I – tesouraria, controle e processamento dos ativos; II – escrituração das cotas; e III – auditoria independente, nos termos do art. 69.

§ 1º O fundo administrado por instituição financeira ou instituição de pagamento autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil não precisa contratar os serviços previstos no inciso I do caput quando forem executados pelo seu administrador, que neste caso fica autorizado para a sua prestação.  
§ 2º O administrador habilitado e autorizado pela CVM a prestar o serviço de escrituração de cotas pode prestar o referido serviço para os fundos que administra

É válido acrescentar as Regras e Procedimentos de Administração e Gestão de Recursos de Terceiros da Anbima, a qual estabelece a “Supervisão Baseada em Risco para os Terceiros Contratados”. Conforme o art. 17:

Art. 17. As Instituições Participantes devem elaborar metodologia para supervisão baseada em risco dos terceiros contratados que deve conter, no mínimo:  
I. Classificação dos terceiros contratados por grau de risco, indicando os critérios utilizados para esta classificação, segmentando-os em baixo, médio e alto risco;  
II. Descrição de como serão realizadas as supervisões para cada segmento, de baixo, médio e alto risco, e sua periodicidade, que não poderá ser superior a 36 (trinta e seis) meses; e  
III. Previsão de reavaliação tempestiva dos terceiros contratados, na ocorrência de qualquer fato novo, ou alteração significativa que a critério da Instituição Participante justifique a referida reavaliação.

Além disso, conforme o artigo art. 104 da 175, incluem-se também entre as obrigações do administrador, além das demais previstas em regulamentação específica:

I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: a) o registro de cotistas; b) o livro de atas das assembleias gerais; c) o livro ou lista de presença de cotistas; d) os pareceres do auditor independente; e e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo;

II – solicitar, se for o caso, a admissão à negociação das cotas de classe fechada em mercado organizado;

III – pagar a multa cominatória às suas expensas, nos termos da legislação vigente, por cada dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos na regulamentação aplicável;

IV – elaborar e divulgar as informações periódicas e eventuais da classe de cotas;

V – manter atualizada junto à CVM a lista de todos os prestadores de serviços contratados pelo fundo, inclusive os prestadores de serviços essenciais, bem como as demais informações cadastrais do fundo e suas classes de cotas;

VI – manter serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações, conforme definido no regulamento;

VII – nas classes abertas, receber e processar os pedidos de resgate;

VIII – monitorar as hipóteses de liquidação antecipada, se houver;

IX – observar as disposições constantes do regulamento; e

X – cumprir as deliberações da assembleia de cotistas.

Parágrafo único. O serviço de atendimento ao cotista deve ser subordinado diretamente:

I – ao diretor responsável perante a CVM pela administração do fundo;

II – alternativamente, a outro diretor especialmente indicado à CVM para essa função pelo administrador; ou

III – a um diretor indicado pela instituição responsável pela distribuição de cotas ou pela gestão da carteira de ativos.

### 3.3.2. Gestor de Recursos

A gestão do fundo de investimento pode ser exercida por pessoas físicas ou jurídicas, desde que autorizados e registrados na CVM. Para tanto, é necessário que atendam aos requisitos exigidos na regulamentação. Ele é o responsável por perseguir a estratégia do Fundo, conforme o art. 84 da 175, tendo os poderes para praticar os atos necessários à gestão da carteira de ativos:

Art. 85. Inclui-se entre as obrigações do gestor contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços:

I – intermediação de operações para a carteira de ativos;

II – distribuição de cotas;

III – consultoria de investimentos;

IV – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito;

V – formador de mercado de classe fechada; e

VI – cogestão da carteira de ativos.



Conforme o artigo 86, o gestor é responsável por negociar os ativos da carteira, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação de ativos, qualquer que seja a sua natureza, representando a classe de cotas para essa finalidade

Ademais, o gestor, juntamente ao administrador fiduciário, tem a responsabilidade de implementar políticas, procedimentos e controles para a gestão do risco de liquidez, conforme o art.20 do Código de Administração e Gestão de Recursos de Terceiros.

Por fim, o art.106 da 175 estabelece diretrizes essenciais de conduta para ambos os prestadores de serviços. Primeiramente, os prestadores de serviços são obrigados a exercer suas atividades com a máxima diligência, visando sempre as melhores condições para o fundo e suas classes de cotas. Essa atuação deve refletir o cuidado e a prudência que um indivíduo ativo e íntegro dispensaria à administração de seus próprios negócios. A lealdade aos interesses dos cotistas, do fundo e de suas classes é crucial, e práticas que possam comprometer a relação fiduciária são a ser evitadas. Ademais, os prestadores de serviços são responsáveis por qualquer infração ou irregularidade que ocorra no exercício de suas atribuições.

Além disso, é estabelecido o compromisso de exercer, ou garantir que sejam exercidos, todos os direitos provenientes do patrimônio e das atividades da classe de cotas. Exceções são feitas apenas se a política do fundo determinar disposições específicas sobre o exercício do direito de voto.

Destaca-se a obrigação de os prestadores de serviços transferirem à classe de cotas qualquer benefício ou vantagem que possam obter em virtude de sua posição. Os prestadores de serviços devem empregar diligência na defesa dos direitos dos cotistas. Isso implica tomar todas as medidas necessárias para garantir esses direitos, incluindo a adoção de medidas judiciais, extrajudiciais e arbitrais, conforme apropriado às circunstâncias.

#### 3.4. Classificação dos Fundos

As classes de cotas dos FIDCs podem ser organizadas sob a forma de condomínio aberto ou fechado, conforme artigo 5º do Anexo Normativo II da 175. Aberto significa que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer momento, já quando fechados, significa que o resgate ocorrerá apenas no término do Fundo.

Para se caracterizar como um FIDC, é necessário que em até 180 dias do início de suas atividades os direitos creditórios representem mais de 50% do patrimônio líquido do Fundo, sendo que a classe de investimento em cotas, nesse mesmo prazo, deve possuir no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido representado por cotas de outros FIDC.

É válido elucidar que um Fundo pode investir em cotas de outros Fundos.

Antes da 175, havia a figura do Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FIC). Dessa forma, havia a figura dos FIC-FIDC: uma comunhão de recursos que destina no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDC, conforme estabelecia a Instrução CVM 356.

Na 175, temos a previsão de fundos que possuam somente classes de investimento em cotas:

Art. 3º Da denominação do fundo e de suas classes de cotas, caso existentes, deve constar a expressão "Fundo de Investimento", acrescida da referência ao seu tipo, que deve observar o estabelecido na Seção VII do Capítulo VIII deste Anexo Normativo I.

§ 1º Caso o fundo possua somente classes de investimento em cotas, sua denominação pode utilizar a expressão "Fundo de Investimento em Cotas".

§ 2º Deve constar da denominação da classe de investimento em cotas a expressão "Classe de Investimento em Cotas".

No artigo 5º, § 2º e § 5º ao § 6º, foi estabelecido que todos os Fundos poderão criar diferentes classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com patrimônio segregado. As subclasses poderão ter características específicas, tal como o público-alvo, taxas e condições de aplicação:

Art. 5º O regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe de cotas

§ 2º Cada patrimônio segregado responde somente por obrigações referentes à respectiva classe de cotas.

(...)

§ 5º As subclasses de cotas podem ser diferenciadas exclusivamente por: I – público-alvo; II – prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e III – taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída.

§ 6º As subclasses de classes restritas podem ser diferenciadas no regulamento por outros direitos econômicos e direitos políticos. § 7º Denominam-se: I – aberta: a classe cujo regulamento admite que as cotas sejam resgatadas; e II – fechada: a classe cujo regulamento não admite o resgate de cotas.

Além disso, é criada a figura do Fundo de Investimento Financeiro (FIF) que, conforme o Anexo Normativo I, artigo 1º, podem ser: (I) Fundos de Investimento em Ações; (II) Fundos de Investimento Cambial; (III) Fundos de Investimento Multimercado; e (IV) Fundos de Investimento em Renda Fixa

Em seu artigo 2º, inciso IV é definido que classe de investimento em cotas deve aplicar no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) do patrimônio líquido em cotas de outras classes. Complementando essa definição, observa-se o artigo 71 e 72:

Art. 71. As classes de investimento em cotas devem adquirir classes do mesmo tipo que a sua, exceto no caso de classes tipificadas como “Multimercado”, que podem investir em cotas de FIF de qualquer tipo, sem prejuízo do disposto no § 5º do art. 45 deste Anexo Normativo I.

Parágrafo único. A restrição disposta no caput não alcança a aquisição de cotas no âmbito da gestão de liquidez da classe.

Art. 72. O regulamento da classe de cotas e, se aplicável, sua lâmina deve especificar o percentual máximo do patrimônio líquido que pode ser aplicado em uma única classe, observados os limites de concentração por emissor e modalidade de ativo financeiro previstos neste Anexo Normativo I.

Parágrafo único. Na hipótese de aplicação em classe que possa exceder o limite de concentração em créditos privados de que trata o art. 70 deste Anexo Normativo I, a política de investimento da classe investidora deve detalhar os mecanismos que serão adotados para mitigar o risco de extrapolação do referido limite ou, alternativamente, adotar as medidas dispostas nos incisos I a II do referido artigo.

Já no anexo Normativo II, em seu artigo 2º, temos que os FIDCs podem ter classes de cotas que investem em cotas:

Art. 2º Para fins deste Anexo Normativo II, entende-se por:

(...)

VI – classe de investimento em cotas: classe de cotas que deve aplicar no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) do patrimônio líquido em cotas de outros FIDC;

Nesse novo cenário, em vez de se criar um fundo maior destinado a receber investimentos de outros, a alternativa é que este fundo tenha a capacidade de emitir cotas com patrimônio segregado, apresentando características particulares alinhadas ao perfil específico do público ao qual se destina. Essa abordagem assemelha-se à estrutura anterior do FIC-FIDC, porém, de uma forma mais simplificada.

#### **4. LEI DA LIBERDADE ECONÔMICA**

A Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, conhecida como Lei da Liberdade Econômica, influenciou diretamente o mercado de Fundos de Investimento. Inclusive, a Resolução CVM 175 trouxe inovações também em reflexo às novas disposições da LLE.

A LLE altera o Código Civil introduzindo o CAPÍTULO X - DO FUNDO DE INVESTIMENTO, que trata diretamente dos Fundos de Investimento a partir do artigo 1.368-C ao artigo 1.368-F.

A seguir serão abordadas as principais inovações no contexto em pauta.

#### 4.1. Natureza jurídica dos Fundos

A natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil é um tema que suscita grande debate doutrinário. Duas correntes principais se destacam nesse cenário: a primeira considera os fundos como tipos societários, uma segunda os enxerga como condomínios. Essa complexidade decorre das características peculiares dos fundos e das diversas modalidades existentes, cada uma regulamentada de forma específica.

A primeira corrente, que considera os fundos como tipos societários, argumenta que a complexidade das relações estabelecidas entre os cotistas e o administrador pode se aproximar de uma estrutura associativa, assemelhando-se a sociedades previstas na legislação brasileira. Além disso, essa interpretação aponta para a natureza associativa da relação entre os cotistas, que se reúnem em um fundo de investimento com o objetivo comum de aplicar recursos e obter retornos financeiros. A ideia central é que, ao aderirem ao fundo, os cotistas estariam, de certa forma, formando uma associação, mesmo que não sejam considerados sócios entre si no sentido tradicional do termo.

No entanto, essa interpretação apresenta obstáculos significativos ao adotar o modelo societário na definição da natureza jurídica dos fundos de investimento. Um dos principais desafios é conciliar a vontade das partes em formar uma associação em um instituto que não é uma pessoa jurídica autônoma. Diferentemente de sociedades tradicionais, os fundos não têm personalidade jurídica própria, o que complica a aplicação direta de conceitos societários.

Conforme clareia Regis Fernandes de Oliveira:

“Referidos fundos não têm personalidade jurídica, ou seja, não titularizam interesses próprios. A personalidade jurídica significa que alguém tem direitos e deveres assegurados na ordem jurídica. No caso, os Fundos não têm direitos próprios, nem obrigações. (...) A corrente que entende da inexistência, seja de personalidade jurídica, seja de personalidade judiciária é correta. Em primeiro lugar, os fundos não são titulares de direitos, nem sujeito de obrigações. Ser pessoa jurídica significa ser centro de imputação normativa, isto é, ter vontade, praticar atos, interferir no centro imputativo de outra pessoa jurídica, poder firmar contratos, ir a juízo, etc., mas nada disso faz o Fundo. De outro lado, não pratica atos jurídicos e, pois, não pode ser sujeito ativo ou passivo em relação processual (Regis, 2019, p. 289, 505).

Além disso, a relação entre os cotistas é frequentemente destacada como irrelevante para a constituição e o funcionamento do fundo, uma vez que eles estão vinculados ao administrador, que desempenha um papel central na administração e gestão dos recursos. A *affectio societatis*, que representa a relação interpessoal associativa entre sócios em uma

sociedade, não é uma característica central nos fundos de investimento.

A segunda corrente, que entende os fundos como condomínios, destaca que essa estrutura se constitui como uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica própria. Essa visão é fundamentada na organização dos fundos para aplicar os recursos captados junto aos cotistas em diferentes modalidades de investimento.

Conforme definição trazida por Nelson Eizirik:

(...) os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado. Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a affectio. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e o funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de recursos.”

Em importante processo CVM, foi decidido nesse mesmo diapasão:

Processo CVM RJ 2005/4825 (julgado em 21 de março de 2006): Em recurso interposto contra a decisão da Superintendência de Registro da CVM de indeferir pedido de alteração do regulamento de um fundo de investimento imobiliário, o Diretor Pedro Marcílio concluiu pelo condomínio como a natureza jurídica do fundo de investimento, destacando que “nos termos da Lei nº 8.686/93, o fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, constituído sob a forma de condomínio fechado. Tem-se, assim, que os fundos de investimento imobiliários são condomínios e, portanto, gozam de disciplina própria, estabelecida no Código Civil”.

Além disso, já havia essa definição da Instrução CVM nº 555:

Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

Todavia, ainda não havia disposição expressa em Lei maior sobre a definição exata dessa modalidade de investimento. Com o advento da Lei da Liberdade Econômica, ficou definido no Código Civil explicitamente a sua natureza jurídica:

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.

Dessa mesma forma, agora na 175:

Art. 4º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo.

É válido salientar que tal definição não satisfaz completamente a doutrina e ainda há críticas a essa definição. Inclusive o STJ já se manifestou sobre a matéria:

A despeito do desencontro de teses no âmbito doutrinário, para os fins que aqui interessam, importa reconhecer que: a) as normas aplicáveis aos fundos de investimento dispõem expressamente que eles são constituídos sob a forma de condomínio; b) nem todos os dispositivos legais que disciplinam os condomínios são indistintamente aplicáveis aos fundos de investimento, sujeitos a regramento específico; c) embora destituídos de personalidade jurídica, aos fundos de investimento são imputados direitos e deveres, tanto em suas relações internas quanto externas, e d) não obstante exercerem suas atividades por intermédio de seu administrador/gestor, os fundos de investimento podem ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações (STJ. Resp. 1.834.003 – SP. Rel. Ricardo Villas Bôas Cueva. Julg. 10/09/2019, pub. 20/09/2019).

#### 4.2. Segregação do patrimônio em classes

As classes de cotas representam diferentes categorias de participação no fundo, cada uma com características e direitos específicos. Essa estrutura de classes é projetada para atender às necessidades e expectativas dos investidores, proporcionando diferentes níveis de risco e retorno.

Conforme o Portal do Investidor (GOV.BR, 2023), as classes de cotas se dividiam em:

- I - Sênior: possuem preferência para efeitos de recebimento de amortizações e juros;
- II - Mezanino: Também chamada de subordinada preferencial. Se subordinam no resgate, e nos pagamentos de juros e amortizações em relação às cotas seniores, mas têm prioridade em reação à Subordinada; e
- II - Subordinada: Também chamada de subordinada ordinária. Geralmente são adquiridas pela empresa que origina os recebíveis que o fundo adquire, mas também podem ser vendidas a investidores. Estas funcionam como uma espécie de garantia ou colateral prestada pelo cedente dos direitos creditórios, servindo como colchão para absorver eventuais inadimplências por parte dos

sacados, bem como outras despesas do fundo e oscilações que impactem negativamente o cotista sênior.

Trazendo um exemplo hipotético de um FIDC composto por cotas seniores, cotas subordinadas divididas em classes de cotas mezanino e uma classe de cotas júnior. Nesse cenário, em uma situação de estresse da carteira do FIDC que reduza o seu patrimônio, serão adotadas medidas sequenciais para proteger as diferentes classes de cotas, de acordo com a hierarquia de subordinação.

As cotas subordinadas júniores, são as mais subordinadas, sujeitas às primeiras perdas. As cotas mezanino, subordinadas às sêniores e superiores às cotas júniores. Cotas sêniores são as menos subordinadas, sujeitas a perdas somente após as júniores e mezanino. Assim como o conceito geral de risco e retorno, quanto maior for o risco assumido pelo investidor, maior deverá ser o retorno exigido para adquirir uma determinada cota.

É importante observar que já na Instrução CVM 356 havia a previsão da possibilidade de segregação do patrimônio do Fundo em classes diferentes:

Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se:

(...)

XI – cota de classe sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate;

XII – cota de classe subordinada: aquela que se subordina às demais para efeito de amortização e resgate;

Porém, ainda não havia a previsão expressa em Lei até o advento da LLE:

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:

(...)

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

(...)

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

Nessa toada, o artigo 5º da 175 estabeleceu as características gerais desta forma de constituição dos Fundos.

Art. 5º O regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe de cotas.

§ 1º Todas as classes devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a constituição de classes de cotas que alterem o tratamento tributário aplicável em relação ao fundo ou às demais classes existentes.

§ 2º Cada patrimônio segregado responde somente por obrigações referentes à respectiva classe de cotas.

§ 3º O fundo que não contar com diferentes classes de cotas deve efetuar emissões de cotas em classe única, preservada a possibilidade de serem constituídas subclasses.

Nota-se que agora todos os Fundos, não apenas os FIDCs, podem constituir diferentes classes e subclasses de cotas.

#### 4.3. Responsabilidade do investidor

A Lei de Liberdade Econômica, por meio da alteração no artigo 1.368-C do Código Civil, trouxe importantes mudanças em relação à responsabilidade dos cotistas de fundos de investimento no Brasil. Antes dessa modificação, havia debates no meio jurídico sobre a extensão da responsabilidade dos cotistas, especialmente no que diz respeito a eventuais passivos dos fundos.

A legislação anterior sugeria a aplicação das regras do condomínio geral, conforme estabelecido nos artigos 1.314 ao 1.358-A do Código Civil, levantando dúvidas quanto à responsabilidade ilimitada dos cotistas em relação aos compromissos do fundo. No entanto, a nova redação do artigo 1.368-C, introduzida pela Lei de Liberdade Econômica, expressamente afastou a aplicação dessas regras aos fundos de investimento.

Além disso, a LLE introduziu a possibilidade de os regulamentos dos fundos estabelecerem a limitação de responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas, conforme previsto no inciso I do artigo 1.368-D do Código Civil. Essa flexibilidade permite que os fundos ajustem as condições de responsabilidade de acordo com suas características específicas e as necessidades dos investidores, conferindo maior autonomia na definição das regras internas.

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

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;

Consonante a isso, a 175 estabeleceu em seu artigo 18:



Art. 18. O regulamento pode prever que a responsabilidade do cotista é limitada ao valor por ele subscrito.

Parágrafo único. Caso o regulamento não limite a responsabilidade do cotista, os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo, sem prejuízo da responsabilidade do prestador de serviço pelos prejuízos que causar quando proceder com dolo ou má-fé.

Conforme o artigo 29, § 3º, caso o regulamento do fundo não limite a responsabilidade do cotista ao valor por ele subscritos, o cotista deve atestar que tem ciência dos riscos decorrentes da responsabilidade ilimitada.

Além disso, a alteração da responsabilidade para limitada pode ser promovida sem necessidade de assembleia de cotistas:

Art. 135. No âmbito da adaptação dos fundos de investimento à presente Resolução, admite-se que os prestadores de serviços essenciais promovam alterações no regulamento para tratar das seguintes matérias:

(...)

II – limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor subscrito.

E isto deverá estar também na denominação do Fundo:

Art. 6º Da denominação do fundo deve constar a expressão “Fundo de Investimento”, acrescida de referência a sua categoria.

(...)

§ 3º Caso o regulamento limite a responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à denominação da classe deve ser acrescido o sufixo “Responsabilidade Limitada”.

Diante disso, é necessário cautela do investidor, tendo em vista que se trata de uma possibilidade que pode ou não constar no Regulamento. Caso não esteja previsto, os cotistas responderão por eventual patrimônio líquido negativo.

#### 4.4. Responsabilidade do prestador de serviço

Uma alteração relevante diz respeito à reponsabilidade dos prestadores de serviço. Como visto anteriormente, o administrador e gestor desempenham papel fundamental para os Fundos de Investimento.

Dessa forma, a Instrução CVM 555 estabelecia a responsabilidade solidária do administrador e dos demais prestadores contratados:

Art. 79. A contratação de terceiros devidamente habilitados ou autorizados para a prestação dos serviços de administração, conforme mencionado no art. 78, é faculdade do fundo, sendo obrigatória a contratação dos serviços de auditoria independente referida no art. 65 e, quando não estiver o administrador devidamente autorizado ou credenciado para a sua prestação, os serviços previstos nos incisos III, IV, V e VI do § 2º do art. 78.

(...)

§ 2º Os contratos firmados na forma do § 1º, referentes aos serviços prestados nos incisos I, III e V do § 2º do art. 78, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.

Porém, a LLE, definiu que o regulamento do fundo poderá estabelecer a responsabilidade limitada dos prestadores de serviço:

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:

(...)

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

(...)

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

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

Nesse sentido, a 175 não trouxe a responsabilidade solidária dos prestadores, mas ressaltou o papel específico e relevante que cada um exerce:

Art. 48. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e, se for o caso, suas classes de cotas são complementarmente regidas por anexos ao regulamento.

§ 1º A parte geral do regulamento, comum a todas as classes de cotas, deve dispor sobre:

(...) II – responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços, perante o fundo e entre si;

(...)

Art. 81. Os prestadores de serviços essenciais e demais prestadores de serviços do fundo respondem perante a CVM, nas suas respectivas esferas de atuação, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou

à regulamentação vigente, sem prejuízo do exercício do dever de fiscalizar, nas hipóteses expressamente previstas nesta Resolução, bem como naquelas eventualmente previstas no regulamento.

Parágrafo único. A aferição de responsabilidades dos prestadores de serviços tem como parâmetros as obrigações previstas nesta Resolução e em regulamentações específicas, assim como aquelas previstas no regulamento e no respectivo contrato de prestação de serviços.

É importante destacar que não foi retirada a reponsabilidades dos prestadores de serviço do Fundo. A atuação conjunta permanece necessária para manutenção dessa modalidade de investimento, todavia, a reponsabilidade foi segregada, conforme suas respectivas áreas de atuação.

Antes da nova norma, o **administrador fiduciário** era responsável pela contratação e fiscalização dos demais prestadores de serviços, sendo conhecido como gatekeeper do fundo. Com a nova regra, o **gestor** ganha mais relevância, assumindo o papel de prestador de serviços essenciais ao lado do administrador (ANBIMA, 2023)

Assim sendo, está estabelecido que o escopo de atuação deverá ser definido em Regulamento, tornando mais claro a atuação de cada um e suas responsabilidades a serem cobradas pelos cotistas e órgãos supervisores.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao término desta jornada pelos fundamentos históricos dos fundos de investimento, desde a sua origem nos trusts até o contexto atual no Brasil, é possível vislumbrar a complexidade e a relevância desse tema no contexto jurídico brasileiro

Ao longo dos capítulos, exploramos a estrutura do Sistema Financeiro Nacional, compreendendo os órgãos normativos e entidades supervisoras que moldam o cenário financeiro brasileiro.

Dedicamos especial atenção aos Fundos de Investimentos Creditórios, destacando a importância da Resolução CVM nº 175 e a relevância dos papéis desempenhados pelo administrador fiduciário e gestor de recursos. A classificação dos fundos foi abordada para oferecer uma visão mais clara das diferentes modalidades existentes no mercado.

A Lei da Liberdade Econômica representou um marco normativo significativo para a regulação dos fundos de investimento no Brasil. Aprofundamos nosso entendimento sobre a natureza jurídica dessas entidades, a segregação do patrimônio em classes e as implicações quanto à responsabilidade tanto do investidor quanto do prestador de serviço.

Foi abordado a complexidade e a dinâmica desse ambiente regulatório. A evolução histórica dos fundos de investimento, aliada às inovações normativas recentes, demanda uma constante adaptação dos agentes envolvidos. A flexibilidade proporcionada pela Lei da Liberdade Econômica é um passo significativo para a modernização e aprimoramento desse setor.

Neste contexto, foi destacado a importância do papel desempenhado pela ANBIMA na autorregulação do mercado, promovendo a transparência, eficiência e integridade das operações. O entendimento da natureza jurídica dos fundos e a clareza nas regras contribuem para a segurança e confiança dos investidores, fortalecendo o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

O trabalho debruçou sobre uma análise abrangente dos fundos de investimento no Brasil, desde suas raízes históricas até os aspectos contemporâneos regulados pela Lei da Liberdade Econômica. O cenário atual sugere oportunidades para aprimoramentos contínuos, visando à construção de um ambiente jurídico mais resiliente e alinhado com as demandas do mercado financeiro e de capitais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A indústria de fundos de investimento brasileira e seu papel no desenvolvimento do mercado de capitais Disponível em: <

[https://www.anbima.com.br/en\\_us/informar/estudos/fundos-de-investimento/textos-para-discussao-fundos-de-investimento/a-industria-de-fundos-de-investimento-brasileira-e-seu-papel-no-desenvolvimento-do-mercado-de-capitais.htm](https://www.anbima.com.br/en_us/informar/estudos/fundos-de-investimento/textos-para-discussao-fundos-de-investimento/a-industria-de-fundos-de-investimento-brasileira-e-seu-papel-no-desenvolvimento-do-mercado-de-capitais.htm)>. Acesso em: 12 abr. 2023.

A responsabilidade dos cotistas após a Resolução CVM 175. Disponível em: <<https://legislacaoemercados.capitalaberto.com.br/a-responsabilidade-dos-cotistas-apos-a-resolucao-cvm-175/>>. Acesso em: 15 nov. 2023.

BARBIN, André Costa. A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento sob a nova Lei Da Liberdade Econômica. (Bacharelado em Direito). Universidade Presbiteriana Mackenzie. Disponível em: <<https://dspace.mackenzie.br/bitstream/handle/10899/30273/Andre%cc%81%20Costa%20Barbin.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRASIL. Instrução CVM no 356, de 17 de dezembro de 2001. ICVM 356. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>>. Acesso em: 18 abr. 2023.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. CMN. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/14595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14595.htm)>. Acesso em: 18 abr. 2023.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm)>. Acesso em: 18 abr. 2023.

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Lei da Liberdade Econômica. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm)>. Acesso em: 18 abr. 2023.

BRASIL. Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>>. Acesso em: 18 abr. 2023.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (coord.). Temas de direito bancário e do mercado de capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

Cf. SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

DINIZ, Gustavo Saad. Curso de Direito Comercial. São Paulo: Atlas, 2019.

Diniz, Rodrigo de Madureira Pará. Fundos de investimentos no direito brasileiro: aspectos tributários e questões controversas em matéria fiscal / Rodrigo de Madureira Pará Diniz. - 2. ed. -- São Paulo: Almedina, 2016. Bibliografia. ISBN 978-858-4932-38-2

DINIZ, Saint-Clair Martins Souto. Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características. (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: <[https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016\\_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf](https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf)>. Acesso em: 13 abr. 2023.

Direito do mercado de valores mobiliários/Comissão de Valores Mobiliários. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022. Disponível em: <<https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/livros-cvm/direito-do-mercado-de-valores-mobiliarios>>. Acesso em: 4 abr. 2023.

Estudos aplicados de direito empresarial: contratos/coordenação Maria Isabel Carvalho Sica Longhi. - São Paulo: Almedina, 2019. Vários autores. Bibliografia. ISBN 978-85-8493-500-0

Estudos aplicados de direito empresarial: mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Grupo Almedina, 2021. ISBN 9786556274157. Disponível em: <<https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edsmib&AN=edsmib.000022877&lang=pt-br&site=eds-live>>. Acesso em: 4 abr. 2023.

FINKELSTEIN, Cláudio. O Trust e o Direito Brasileiro. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. n. 72. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FUNDOS DE INVESTIMENTO E A RESPONSABILIDADE DE SEUS COTISTAS Decisão do STJ mostra que a limitação de responsabilidade não é absoluta: Disponível em: <[GICO JR., Ivo. Introdução ao Direito e Economia. In: TIMM, Luciano Benetti \(coord.\). Direito e Economia no Brasil: Estudos sobre a análise econômica do direito. 3. ed. São Paulo: Foco, 2019.](https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/m-a-e-private-equity-ij/fundos-de-investimento-e-a-responsabilidade-de-seus-cotistas#:~:text=Com%20a%20edi%C3%A7%C3%A3o%20da%20Lei,%E2%80%9Ccondom%C3%ADnio%20de%20natureza%20especial%E2%80%9D.>. Acesso em: 4 abr. 2023.</a></p>
</div>
<div data-bbox=)

BRASIL. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. ICVM 555. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 18 abr. 2023.

JORGE, Giulia Do Rosário Constantino. A Regulamentação Dos Fundos De Investimento Sob A Luz Da Lei nº 13.874/2019. (Bacharelado em Direito). FACULDADE DE DIREITO DE CURITIBA. Disponível em: <<https://repositorio.animaeducacao.com.br/bitstream/ANIMA/17872/1/MONOGRAFIA%20-%20A%20REGULAMENTA%C3%87%C3%83O%20DOS%20FUNDOS%20DE%20INVESTIMENTO%20SOB%20A%20LUZ%20DA%20LEI%2013.874%20DE%202019%20-%20GIULIA%20JORGE.pdf>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

Lei da Liberdade Econômica diminui burocracias e estimula a competitividade na indústria de fundos. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/noticias/lei-da-liberdade-economica-diminui-burocracias-e-estimula-a-competitividade-na-industria-de-fundos.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/lei-da-liberdade-economica-diminui-burocracias-e-estimula-a-competitividade-na-industria-de-fundos.htm)>. Acesso em: 7 abr. 2023.

MARQUES NETO, Floriano; RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier. (Coord.). Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 12.874/2019. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

Os fundos de investimento e a ‘lei da liberdade econômica’ – novos problemas para um antigo e controverso instituto? Disponível em: <<https://revistajuridica.esa.oabpr.org.br/wp-content/uploads/2020/04/revista-esa-11-cap-08.pdf>>. Acesso em: 19 abr. 2023.

Os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC)/ Daniela Marin Pires. -2. ed. -- São Paulo: Almedina, 2015. ISBN 978-85-8493-106-4.

RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende. O *trust* no Direito brasileiro. (Doutorado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo PUC-SP, 2022. Disponível em: <<https://repositorio.pucsp.br/bitstream/handle/26086/1/Jos%C3%A9%20Hor%C3%A1cio%20Halfeld%20Rezende%20Ribeiro.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2023.

ROSA, Maria Eduarda Fleck. O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários. (Mestrado em Direito) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo - USP. Disponível em: <[https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/publico/VERSAO\\_RESUMIDA\\_Maria\\_Eduarda\\_Fleck\\_da\\_Rosa.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/publico/VERSAO_RESUMIDA_Maria_Eduarda_Fleck_da_Rosa.pdf)>. Acesso em: 13 abr. 2023.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional. Disponível em: < <https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>. Acesso em: 4 abr. 2023.

VALE, José Eduardo Xavier. As alterações da lei da liberdade econômica na liberdade contratual e função social dos contratos empresariais à luz da análise econômica do direito. (Bacharelado em Direito) Faculdade De Direito De Curitiba. Disponível em: < <https://repositorio.animaeducacao.com.br/bitstream/ANIMA/13500/1/AS%20ALTERAC%cc%a7O%cc%83ES%20DA%20LEI%20DA%20LIBERDADE%20ECONO%cc%82MICA%20NA%20LIBERDADE%20CONTRATUAL%20E%20FUNC%cc%a7A%cc%83O%20SOCIAL%20DOS%20CONTRATOS%20EMPRESARIAIS%20A%cc%80%20LUZ%20DA%20ANALISE%20ECONO%cc%82MICA%20DO%20DIREITO.pdf>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

ZANOTTA, Alexandre. Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Capitais brasileiro. (Mestrado em Direito) Pontifícia Universidade Católica de São Paulo PUC-SP. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/9113/1/Regulacao%20e%20Auto%20Regulacao%20no%20Mercado%20de%20Capitais%20Brasileiro.PDF>>. Acesso em: 13 abr. 2023.