

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS**  
**FACULDADE NACIONAL DE DIREITO**

**IMPACTOS NA ESTRUTURA DE FUNDOS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA  
ENTRE A INSTRUÇÃO CVM Nº555 E RESOLUÇÃO CVM Nº175**

**GIOVANNA MOURA MALTA DE ARAUJO**

**Rio de Janeiro**  
**2024**

**GIOVANNA MOURA MALTA DE ARAUJO**

**IMPACTOS NA ESTRUTURA DE FUNDOS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA  
ENTRE A INSTRUÇÃO CVM Nº555 E RESOLUÇÃO CVM Nº175**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob orientação da **Professora Dra. Veronica Lagassi.**

**Rio de Janeiro**

**2024**

## CIP - Catalogação na Publicação

A663i Araujo, Giovanna Moura Malta de  
Impactos na estrutura de fundos: uma análise comparativa entre a instrução CVM Nº555 e resolução CVM Nº175 / Giovanna Moura Malta de Araujo. -- Rio de Janeiro, 2024.  
50 f.

Orientadora: Veronica Lagassi.  
Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2024.

1. Fundos de investimento. 2. Mercado de capitais. 3. Comissão de Valores Mobiliários. I. Lagassi, Veronica, orient. II. Título.

## RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo realizar uma análise comparativa entre duas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que regulam os fundos de investimento no Brasil: a Instrução nº 555 CVM e a Resolução nº 175 CVM. No intuito de uma melhor compreensão da análise comparativa a ser conduzida, o primeiro capítulo avalia o funcionamento do mercado de capitais brasileiro, seus agentes, o modelo regulatório, seu amparo legal e o funcionamento da CVM. Ademais, o presente trabalho aborda características gerais dos fundos de investimento, sua operação e gestão e sua natureza jurídica a partir da Lei da Liberdade Econômica. Por fim, o terceiro capítulo enfoca nas principais inovações trazidas pela Resolução CVM nº 175 e a influência do mercado externo na nova regulamentação de fundos de investimento.

**Palavras-chave:** Mercado de Capitais; Fundo de Investimento; Comissão de Valores Mobiliários; Alteração legal; Lei de liberdade econômica.

## **ABSTRACT**

The present work intends to conduct a comparative analysis between two regulations of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) that govern investment funds in Brazil: CVM Instruction No. 555 and CVM Resolution No. 175. Aiming to provide a better understanding of the comparative analysis to be conducted, the first chapter evaluates the functioning of the Brazilian capital market, its participants, the regulatory framework, its legal basis, and the role of the CVM. Furthermore, this work addresses general characteristics of investment funds, their operation and management, and their legal nature according to the Brazilian Law nº 13,874/19. Finally, the third chapter focuses on the main innovations introduced by CVM Resolution No. 175 and the influence of the foreign market on the new regulation of investment funds.

**Keywords:** Capital Markets; Investment Funds; Brazilian Securities and Exchange Commission; Legal updates; Brazilian Law nº 13,874/19.

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

Figura 1	Transferência da poupança como meio para o aumento da riqueza.....	10
Figura 2	Características do Mercado Primário e Secundário.....	11
Figura 3	Estrutura de Fundos de Investimentos Multiclasses.....	36

## LISTA DE ABREVIATURAS

Banco Central do Brasil (BACEN)

*Brazilian Depository Receipts* (BDR)

Cadastro Nacional De Pessoa Jurídica (CNPJ)

Certificado de Depósito Bancário (CDB)

Certificado de Depósito Interbancário (CDI)

Certificado de Recebíveis Agronegócio (CRA)

Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Fundos de investimento imobiliários (FII)

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

Letras de Crédito do Agronegócio (LCA)

Letras de Crédito Imobiliário (LCI)

*Limited Liability Company* (LLC)

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	7
1. O MERCADO DE CAPITAIS E SEUS AGENTES .....	9
1.1 O Mercado de Capitais .....	9
1.1.1 O Mercado Primário.....	12
1.1.2 O Mercado Secundário.....	13
1.2 Comissão de Valores Mobiliários .....	15
1.3 Tipos de investidores:.....	18
2. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	21
2.1 Características Gerais.....	21
2.2 Operação e gestão dos fundos de investimento.....	25
2.3 Natureza jurídica .....	27
3. A INSTRUÇÃO CVM Nº 555 E A RESOLUÇÃO CVM Nº 175 .....	30
3.1 Estrutura dos fundos de investimentos.....	30
3.2 Responsabilidade dos Cotistas .....	37
3.3 Prestadores de serviços e suas responsabilidades.....	38
3.4 Investimentos no exterior .....	41
CONCLUSÃO .....	46
REFERÊNCIAS .....	48

## INTRODUÇÃO

O ser-humano age a fim de maximizar suas vantagens e seu bem-estar pessoal.<sup>1</sup> No contexto econômico, esse atributo sobressai em relação aos demais, uma vez que se busca empregar os recursos financeiros disponíveis com o objetivo de preservá-los e, se viável, maximizá-los.

Desse modo, o mercado de capitais, um grande aliado da economia nacional, cumpre um grande papel no desenvolvimento econômico do país, uma vez que permite a alocação eficiente de recursos. Nesse sentido, o mercado de capitais promove o investimento em capital produtivo, isto é, títulos e valores mobiliários emitidos por emissores públicos ou privados que proporcionam ao investidor diferentes rentabilidades e riscos.

No que tange aos valores mobiliários ofertados no mercado de capitais, os fundos de investimentos são considerados uma grande classe de valores mobiliários, e, subdivididos em diversas categorias, podem alcançar o público em geral, investidores qualificados e investidores em geral. Proporcionando o acesso à gestão especializada, permitindo a aplicação de diversos volumes de recursos e disponibilizando diferentes possibilidades de rentabilidade e liquidez, os fundos de investimentos configuram um dos mais democráticos mecanismos de alocação de recursos.

No Brasil, a regulação e supervisão dessas atividades é feita pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio de resoluções e instruções específicas. Em relação a estrutura de fundos de investimentos, a Instrução CVM n.º 555<sup>2</sup>, publicada em 17 de dezembro de 2014, dispunha sobre, entre outras coisas, a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos. Em 23 de dezembro de 2022, em resposta à modernização da indústria dos fundos de

---

<sup>1</sup> Noção desenvolvida por Adam Smith (2007): “não é pela benevolência do açougueiro, do cervejeiro ou do padeiro que esperamos nosso jantar, mas sim do empenho deles em promover seu interesse pessoal/ *It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker, that we expect our dinner, but from the regard to their own interest*” (p.12, tradução livre). SMITH, Adam. **An Inquiry into Nature and Cause of the Wealth of Nations**. Nova Iorque: Metalibri Digital Library, 2007. 1200p.

<sup>2</sup> BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. Instrução CVM 555 (Revogada), de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, 23 de dezembro de 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 15 mar. 2024.

investimentos ao redor do mundo, a Resolução CVM nº 175<sup>3</sup>, que revogou a Instrução CVM nº 555, foi publicada.

A partir disso, surge a necessidade de compreender e analisar, de forma comparativa, os impactos na estrutura de fundos e investimentos estabelecida na Instrução CVM nº 555 e reformulada na Resolução CVM nº 175, para, então, identificar as mudanças e avanços trazidos.

Desse modo, ocorrem algumas questões a serem exploradas: Quais são os principais aspectos regulatórios abordados em cada resolução? Como a Resolução CVM nº 175 se diferencia da Instrução CVM nº 555 no âmbito da estruturação e gestão dos fundos de investimentos?

Essas questões nos conduzem a uma análise comparativa aprofundada, que busca compreender os impactos da nova Resolução CVM nº 175 na estrutura de fundos de investimentos. A partir dessa análise, evidencia-se as alterações trazidas pela regulamentação atualizada e identifica-se os desafios e oportunidades enfrentados pelos agentes do mercado de capitais nesse contexto.

---

<sup>3</sup> BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. Resolução CVM 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, e revoga as normas que especifica. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, de 28 de dezembro de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 15 mar. 2024.

## 1. O MERCADO DE CAPITAIS E SEUS AGENTES

Antes de dissertar sobre a Instrução CVM nº 555 e compará-la com a Resolução CVM nº 175, torna-se fundamental abordar os conceitos atrelados a isso. Iniciando pelo conceito de mercado de capitais, posteriormente ressaltando a Comissão de Valores Mobiliários como principal órgão regulamentador e, por fim, abordando os tipos de investidores dentro desse mercado.

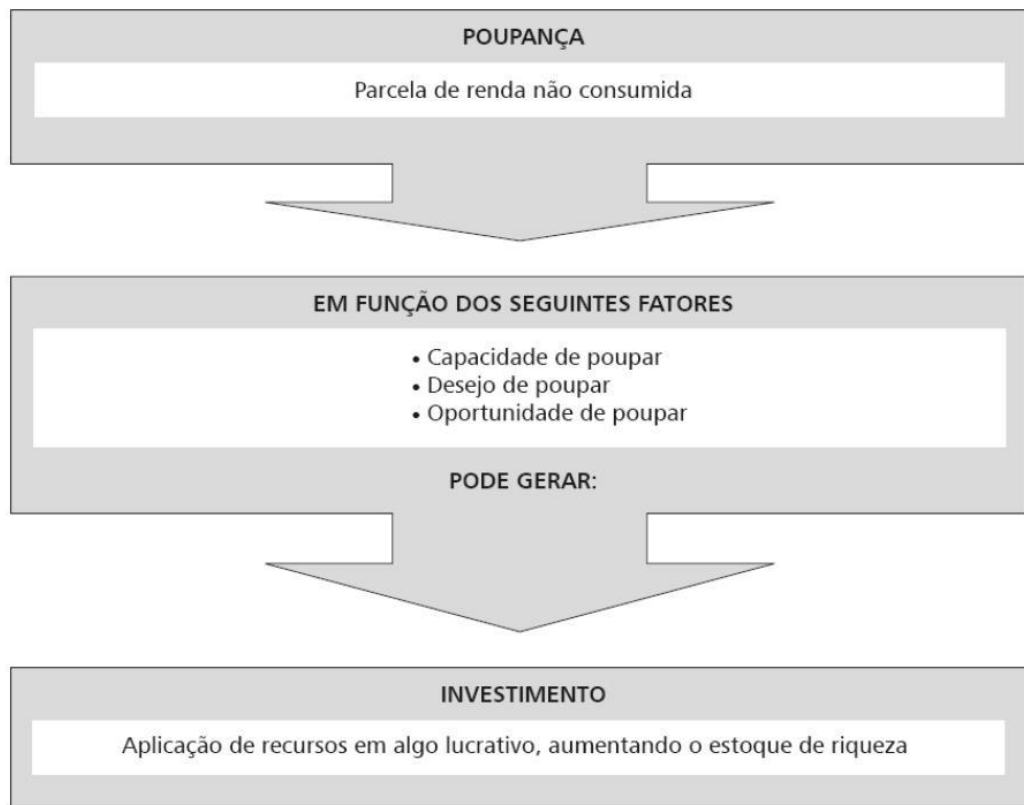
Nesse contexto, no que tange ao mercado de capitais, divide-se o tema entre mercado primário e secundário. Em se tratando da CVM, enfatiza-se a relevância do órgão regulamentador no mercado através da sua estruturação, poderes e seu papel no mercado de capitais brasileiro. Já sob a ótica dos investidores, destaca-se a tríade dos tipos de investidores, composta pelo público geral, investidores profissionais e investidores qualificados conforme estabelecido por normas da CVM.

### 1.1 O Mercado de Capitais

O mercado de capitais, sendo um espaço que viabiliza a alocação eficiente do capital produtivo, surgiu da necessidade da obtenção de recursos para financiar as atividades das companhias e empresas em conjunto com o desejo de maximizar os recursos financeiros disponíveis dos investidores. Entende-se por mercado de capitais o conjunto de instituições, agentes econômicos e instrumentos legais mobilizados para a finalidade de distribuir valores mobiliários.

Nesse sentido, conforme ilustração colada abaixo, os investidores e as companhias e empresas se relacionam por meio da transferência da poupança para viabilizar a capitalização, de forma a auxiliar o desenvolvimento econômico.

Figura 1: Transferência da poupança como meio para o aumento da riqueza



Fonte: extraída de Pinheiro (2019) <sup>4</sup>

Conforme observado pela CVM:

Conceitua-se o mercado de capitais, portanto, como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos.<sup>5</sup>

Nota-se, ainda, que a relação entre o investidor e a companhia emissora de valores mobiliários dispensa a intermediação do mercado bancário, uma vez que pode ser feita diretamente entre as partes. Sob essa ótica, nas palavras de Chediak:

No mercado de valores mobiliários a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma direta. Não existe intermediação efetiva (existe, quase sempre, a participação de um intermediário financeiro, mas tal intermediário não age em nome próprio). Quando uma companhia emite publicamente uma ação, apesar de ser

<sup>4</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019. 616 p.

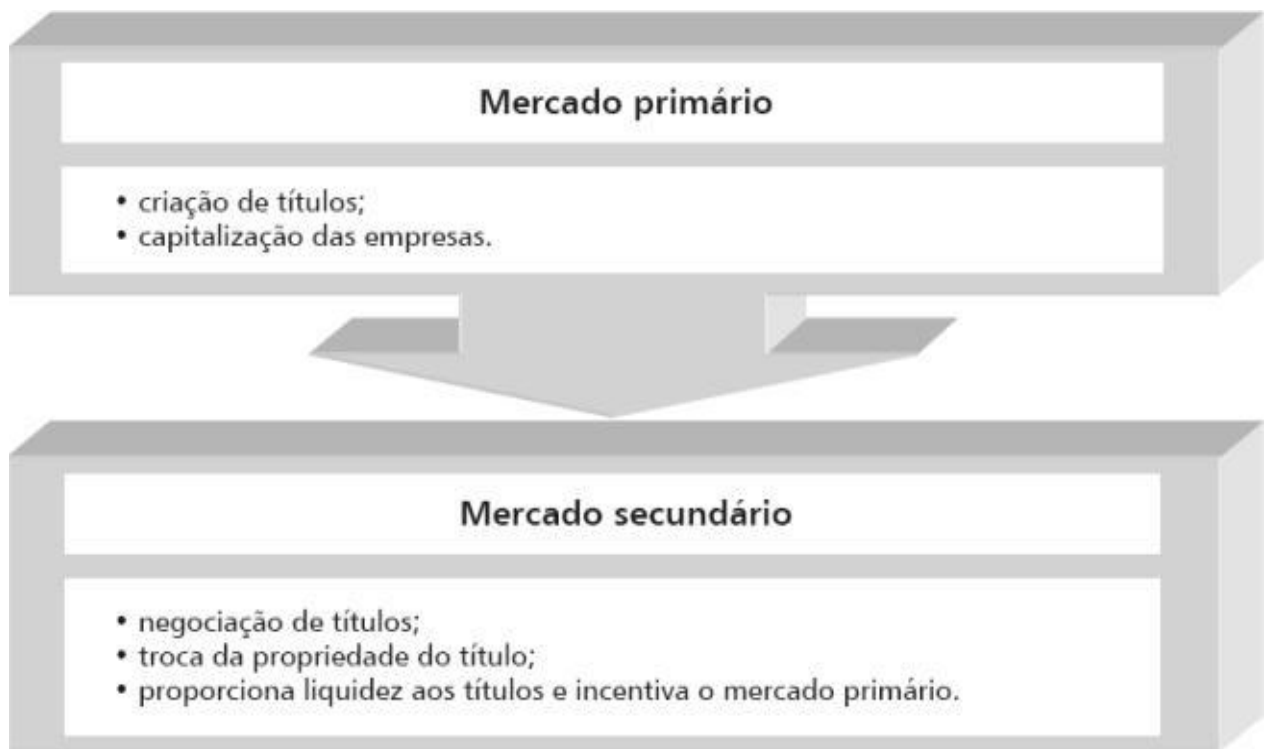
<sup>5</sup> BRASIL, Comissão de Valores Imobiliários. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: 2019. p.35. Disponível em: [https://gmw.investidor.gov.br/wp-content/uploads/2021/03/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed-1.pdf](https://gmw.investidor.gov.br/wp-content/uploads/2021/03/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed-1.pdf). Acesso em: 12 mar. 2024.

obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor adquire a ação diretamente da companhia. A relação jurídica entre o aplicador e o tomador é direta.<sup>6</sup>

No que tange a captação de recursos, o mercado de capitais oferece amplas oportunidades diversificando as fontes de financiamento além do tradicional crédito bancário. Isso estimula a competição entre os financiadores, resultando na redução dos custos de capital. Essa dinâmica promove o financiamento das empresas, impulsionando a economia através do investimento na produção, criação de riqueza e empregos, além de aumentar a receita tributária do Estado.

Nesse sentido, conforme ilustração colada abaixo, o mercado de capitais pode ser interpretado frente a duas versões mais específicas, o mercado primário e o mercado secundário.

Figura 2: Características do Mercado Primário e Secundário



Fonte: extraída de Pinheiro (2019) <sup>7</sup>

<sup>6</sup> CHEDIAK, Julian. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. 584 p. p. 527.

<sup>7</sup> PINHEIRO, op. cit..

### 1.1.1 O Mercado Primário

Por meio da emissão e negociação de títulos e valores mobiliários, os emissores conseguem captar recursos no mercado de capitais. Esse processo ocorre no mercado primário, onde os recursos circulam entre investidores, que adquirem os valores mobiliários, e emissores, que utilizam esses recursos para seus investimentos.

À conjuntura prática, empresas e companhias com necessidade de caixa, investimento em projetos de seu ramo ou até aquisições, realizam uma emissão através de valores mobiliários. Nesse viés, torna-se a característica principal do mercado primário a negociação direta desses valores mobiliários entre a empresa e o investidor, denominados subscritores da emissão.

Em termos gerais, a emissão é feita via o que são conhecidos como distribuidores. Nesse caso, nota-se o elo entre a empresa que está criando um título e buscando capitalização, com o investidor que é o responsável por financiá-la.

Há diversas formas de, primariamente, negociar títulos e valores mobiliários, dentre eles destacam-se os investimentos em renda fixa e variável.

No que tange a renda variável, o mecanismo de oferta é feito via oferta inicial pública. Tal tipo de emissão abrange tanto o mercado acionário, onde é realizada a abertura de capital da empresa, quanto os fundos de investimento convencionais ou fundos de investimento imobiliários (FII). No caso das ações, evidencia-se a primeira oferta pública de ser tornar um sócio da companhia, onde cada investidor, acionista, passa a ter um determinado percentual da empresa. Nesse sentido, em se tratando dos fundos de investimento, também se tem a oferta pública inicial referente a cotas do fundo, contudo, não há controle por parte do cotista para com o fundo, e sim uma relação de direitos e deveres a partir do momento do investimento e início do fundo.

Sob o aspecto da renda fixa, a emissão primária pode ser feita via alguns tipos de investimentos. Nesse caso, destaca-se a relação direta entre a empresa emissora e o investidor, via os distribuidores da emissão. Isso exposto, evidencia-se diferentes tipos de títulos e valores mobiliários, dentre eles nota-se os bancários: certificado de depósito bancário (CDB), letra de

crédito imobiliário (LCI), letra de crédito do agronegócio (LCA); e também os corporativos: debêntures, certificado de recebíveis imobiliários (CRI), certificado de recebíveis do agronegócio (CRA).

### 1.1.2 O Mercado Secundário

Em contrapartida, o mercado secundário é fundamental para difundir o mercado primário. Por proporcionar liquidez aos títulos, torna-se a garantia de saída antecipada ou viabilidade financeira, caso necessário, por parte do investidor, tendo em vista que grande parte dos ativos possuem médio a longo prazo em seus vencimentos.

Isso exposto, evidencia-se um espaço de negociação e transferência de valores mobiliários já emitidos. Nesse sentido, a relação de investimento é forjada entre os investidores, e sem interferência ou participação da companhia.

O mercado secundário é embasado a partir da negociação do título com ágio ou deságio. Em outras palavras, a liquidez e saída antecipada do investimento é por muitas vezes atrelada à venda da posse do título por um valor superior ou não ao preço inicial obtido no mercado primário. Tal oscilação no preço do título pode depender de diversos fatores e do mercado em questão, seja ele de renda variável ou renda fixa.

Em se tratando de renda variável, as ações de empresas ou cotas de fundos de investimento tem a sua precificação determinada basicamente por meio da mais básica lei da oferta e da demanda. Segundo Adam Smith<sup>8</sup>, a precificação de um produto é determinada por quanto os produtores possuem para vender e o tamanho da necessidade dos compradores por aquele produto. Desse modo, é possível interpretar o mercado de renda variável por sua vez a partir desse princípio.

O preço dos ativos e das cotas de fundos é determinado por um equilíbrio entre o preço de venda e o preço de compra. Ao acontecer a equivalência entre eles, ou seja, o preço que o

---

<sup>8</sup> SMITH, op. cit.

vendedor deseja vender é igual ao preço que o comprador deseja comprar, há a troca de posse do ativo sendo ele uma ação ou cota de fundos.

As tendências e variações dos preços são simplesmente formadas através de comportamento de mercado, partindo do princípio que sempre haverá compradores e vendedores de ativos no mercado secundário. Quanto mais interessado em comprar determinado ativo, mais o preço irá subir refletindo em uma valorização. Por outro lado, com menos interessados em comprar, mais o preço irá decair refletindo em uma desvalorização.

De fato, diversas outras complexidades interferem nas vias compradoras e vendedoras de ativos, seja por oportunidade de mercado, condição socioeconômica e até desempenho e performance da empresa por trás do ativo.

Sob o âmbito da renda fixa, muitas emissões possuem prêmios geradores de rentabilidade fixos, os ativos pré-fixados, ou atrelados a importantes indexadores da economia, os ativos pós fixados, tais como: taxa selic, certificado de depósito interbancário (CDI) e índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA). Em suma, a taxa selic refere-se à taxa máxima de juros brasileira e o IPCA ao principal indicador de inflação do país. Por outro lado, o CDI é atrelado à taxa de juros como um indexador comumente utilizado no mercado financeiro e baseado nas transações diárias de empréstimo entre bancos.

A relação entre os três principais indexadores dos ativos pós é diretamente influenciada pelo desempenho econômico do Brasil. A taxa de juros é a forma onde o Banco Central do Brasil (BACEN) consegue controlar a inflação no país, quando a inflação começa a aumentar, torna-se necessário aumentar a taxa de juros para contê-la, por outro lado, quando a inflação está sob controle, não há necessidade de altas taxas de juros.

Isso exposto, a forma mais simples de analisar o valor dos ativos pré-fixados é através de compará-lo com a taxa de juros. Vale ressaltar que o risco em questão está vinculado a um aumento expressivo dos juros antes do vencimento do papel, uma vez que a rentabilidade do principal está travada e os juros, taxa básica da economia nacional, pode estar muito superior. Nesse caso, há o deságio do ativo, por outro lado, caso os juros evidenciem a queda na taxa de juros, os ativos pré fixados com indexadores altos e superiores a taxa de juros, tem valorização

vide sua rentabilidade superior.

Os ativos pós fixados por sua vez possuem mecanismos de ágio e deságio bem parecidos, contudo agora atrelados a CDI, IPCA ou taxa selic mais um valor fixo como rentabilidade. O principal ponto em questão é que esse valor fixo propriamente não irá alterar, somente o indexador. Dessa forma, diferentemente dos ativos pré-fixados, o investidor está resguardado de qualquer impacto no cenário socioeconômico, visto que estará com seu investimento rendendo aquela taxa mais um valor fixo. Com isso, o ágio ou deságio, além da performance da economia e seus indicadores, pode ter relação com a empresa por trás do ativo.

## 1.2 Comissão de Valores Mobiliários

A autorregulação é um conceito fundamental no mercado de capitais, envolvendo a criação de normas e a fiscalização de suas práticas pelos próprios participantes do mercado. Nesse sentido, esse mecanismo complementa a regulação estatal, promovendo maior eficiência e flexibilidade na adaptação às mudanças do mercado.

Historicamente, o mercado de capitais brasileiro evoluiu de um ambiente pouco regulado para um sistema com regulação robusta e mecanismos de autorregulação. Esse processo foi impulsionado pela necessidade de proteger os investidores e garantir a integridade do mercado.

A Lei nº 6.385/76<sup>9</sup> redefiniu o mercado de valores mobiliários e transferiu para a CVM a responsabilidade pela regulação do mercado de capitais, anteriormente atribuída ao BACEN. Assim, a legislação optou por dividir a regulação do sistema financeiro entre duas entidades distintas, com o BACEN regulando o sistema financeiro bancário, monetário e creditício, enquanto a CVM regula o mercado de valores mobiliários.

Conforme a Lei nº 6.385/76, a CVM é uma autarquia federal em regime especial vinculada ao Ministério da Economia, não estando sujeita à subordinação hierárquica. A autarquia possui autoridade administrativa independente, com dirigentes que têm mandato fixo

---

<sup>9</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 09 de dezembro de 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm). Acesso em: 26 mar. 2024.

e estabilidade, além de autonomia financeira e orçamentária.

Nos termos do art. 6º da Lei nº 6.385/76, a administração da CVM é organizada da seguinte maneira:

Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais<sup>10</sup>.

Sob essa ótica, os componentes do colegiado da CVM têm mandatos com duração de 5 anos, sendo vedada a recondução. Ainda, não sendo passíveis a demissão *ad nutum*, os diretores contam com estabilidade, uma vez que só poderão perder o cargo em virtude de (i) processo disciplinar administrativo, (ii) condenação judicial transitada em julgado e (iii) renúncia.

Ainda, a independência dos dirigentes da autarquia desempenha um papel significativo na prevenção de possíveis pressões por parte dos setores econômicos regulados, visto que, frequentemente, quando sentem que seus interesses foram contrariados, os agentes tentam influenciar o Poder Público na substituição dos dirigentes da CVM.

Além disso, a CVM adota uma abordagem colegiada em suas decisões, com o Presidente e os Diretores proferindo votos de igual peso. Não há hierarquia na contagem dos votos, exceto em caso de empate, onde o voto do Presidente tem peso qualificado, prevalecendo seu entendimento sobre os demais. Tanto na formulação de normas quanto na aplicação de sanções, as decisões da CVM são tomadas por meio de votação dos membros do Colegiado, seguindo o princípio da maioria ou unanimidade.

Conforme o art. 4º da Lei nº 6.385/76, tanto a CVM como o Conselho Monetário Nacional têm por finalidade:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:  
I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;  
II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

---

<sup>10</sup> Ibid.

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;  
 IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:  
 a) emissões irregulares de valores mobiliários;  
 b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.  
 c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.  
 V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;  
 VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;  
 VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;  
 VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional<sup>11</sup>.

No que tange a competência da CVM, o art. 8º da Lei nº 6.385/76 aduz que:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;  
 II - administrar os registros instituídos por esta Lei;  
 III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;  
 IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;  
 V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório<sup>12</sup>.

Responsável pela regulação do mercado, a CVM edita normas claras e atualizadas que regem e orientam as atividades dos participantes do mercado de capitais, visando assegurar seu funcionamento eficiente, honesto e justo. Nesse prisma, a elaboração de normas pela CVM envolve um processo cuidadoso de análise e consulta pública, aspirando a incorporação de diferentes perspectivas e o alcance de um consenso sobre as melhores práticas a serem adotadas. Tais normas abrangem uma variedade de áreas do mercado de capitais brasileiro, desde a divulgação de informações pelas empresas listadas até a conduta dos intermediários financeiros, passando pela regulação de ofertas públicas e pela governança corporativa.

Ao editar normas, a CVM busca adaptar-se às mudanças no ambiente econômico e às novas práticas do mercado, garantindo a sua eficiência e integridade. Além disso, a constante

---

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> Ibid.

revisão e atualização das normas refletem o compromisso da CVM com a melhoria contínua da regulação, acompanhando o desenvolvimento do mercado e protegendo os interesses dos investidores.

A CVM também exerce uma função de fiscalizadora, possuindo autoridade legal para supervisionar e regular o mercado de valores mobiliários, visando a proteção dos investidores e a garantia da integridade, transparência e eficiência desse mercado. Tal função abrange diversas atividades, incluindo a supervisão das atividades das empresas de capital aberto, das instituições financeiras e dos intermediários do mercado. Através de mecanismos de monitoramento e controle, a CVM verifica o cumprimento das normas e regulamentos estabelecidos, investigando práticas irregulares, manipulação de mercado, informações falsas ou enganosas, entre outras condutas ilícitas.

Sob essa luz, a CVM tem o poder de aplicar sanções administrativas, como multas, suspensão de atividades e cassação de registro, contra aqueles que violam as regras do mercado de valores mobiliários. Além disso, a CVM atua em estreita colaboração com outros órgãos reguladores e autoridades responsáveis pela aplicação da lei, dispondo-se a combater atividades ilegais e proteger a integridade do sistema financeiro como um todo.

A autarquia, enquanto fiscalizadora do mercado de capitais brasileiro, não se limita apenas à repressão de infrações, mas também inclui medidas preventivas, como a divulgação de informações educativas e a promoção de boas práticas de governança corporativa. Ao garantir a conformidade com as normas e regulamentos do mercado, a CVM contribui para a manutenção da confiança dos investidores, a estabilidade do mercado e o desenvolvimento saudável da economia como um todo.

Ainda, a proteção dos investidores é um pilar central da atuação da CVM, envolvendo a garantia de acesso a informações precisas e tempestivas, a promoção de práticas justas de mercado e a prevenção de fraudes e manipulações.

### 1.3 Tipos de investidores:

O mercado de capitais brasileiro oferece diferentes produtos com diversas

características como risco, performance, liquidez e agressividade. Nesse sentido, os investidores são divididos em três categorias, sendo elas: o investidor de varejo, o investidor qualificado e o investidor profissional.

A categorização feita pela CVM visa evitar que investidores com menor conhecimento sobre o funcionamento do mercado financeiro e com menos capacidade para compreender a complexidade dos ativos e seus riscos adquiram tais produtos em uma posição de desvantagem. Dessa maneira, os documentos de oferta dos ativos trazem o público-alvo a ser alcançado.

Ao considerar os riscos de investimento e o público-alvo, é essencial entender que diferentes categorias de investidores possuem diferentes níveis de experiência, conhecimento e capacidade financeira para lidar com esses riscos. Investidores de varejo, por exemplo, geralmente têm menos experiência e conhecimento do mercado financeiro em comparação com investidores qualificados ou profissionais. Por isso, é fundamental que os produtos de investimento oferecidos a investidores de varejo sejam adequados ao seu perfil de risco, fornecendo informações claras e acessíveis sobre os riscos envolvidos.

Para investidores de varejo, os produtos de investimento devem ser mais simples, transparentes e adequados ao seu perfil de risco, isto é, eles devem ter acesso a produtos que ofereçam uma boa relação entre risco e retorno, com uma compreensão clara dos possíveis resultados e perdas. Além disso, é importante que esses investidores recebam orientação adequada sobre como diversificar seus investimentos e gerenciar os riscos de forma eficaz, a fim de proteger seus recursos financeiros.

Por outro lado, investidores qualificados ou profissionais geralmente têm maior experiência e conhecimento do mercado financeiro, bem como uma capacidade financeira mais robusta para lidar com investimentos mais complexos e arriscados. Para esse público, os produtos de investimento podem ser mais diversificados e sofisticados, envolvendo uma gama mais ampla de ativos e estratégias de investimento. No entanto, mesmo para esses investidores, é essencial que os riscos envolvidos sejam devidamente compreendidos e avaliados, garantindo uma tomada de decisão informada e consciente.

Nos termos da Resolução CVM n° 30<sup>13</sup>, publicada em 12 de maio de 2021 os investidores profissionais e qualificados são os seguintes:

Art. 11. São considerados investidores profissionais

I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A;

V – fundos de investimento;

VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;

VII – assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e

VIII – investidores não residentes; e

IX – fundos patrimoniais.

Art. 12. São considerados investidores qualificados:

I – investidores profissionais;

II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B;

III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e

IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados<sup>14</sup>.

Já os investidores de varejo são aqueles que possuem menos de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e não preenchem nenhum dos requisitos para categorização como investidor qualificado ou profissional.

---

<sup>13</sup> BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. Resolução CVM 30. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM n° 539, de 13 de novembro de 2013. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 12 de maio de 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 26 mar. 2024.

<sup>14</sup> Ibid.

## 2. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

No intuito de embasar a análise comparativa a ser realizada, após dissertar sobre o mercado de capitais e seus agentes, evidencia-se a necessidade de destringir a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento no Brasil. Isso exposto, aborda-se os conceitos relacionados a isso por meio das características gerais, operação e gestão dos fundos de investimento e sua natureza jurídica.

Nesse viés, os fundos de investimento foram o objeto central tanto da instrução CVM nº 555 quanto da resolução CVM nº175. Desse modo, a compreensão de suas especificidades jurídicas e operacionais é fundamental para o embasamento da presente tese.

### 2.1 Características Gerais

Os fundos de investimento representam uma modalidade coletiva de aplicação financeira, na qual indivíduos e empresas agregam recursos para serem investidos em uma variedade de ativos financeiros, bens e direitos, com o propósito de obter retornos financeiros proporcionais às suas contribuições. Tal estrutura possibilita que investidores com diferentes perfis e objetivos de investimento participem de oportunidades de mercado que talvez não estivessem acessíveis individualmente. Nas palavras de Sheila C. Neder Cerezetti, Crisleine Barboza Yamaji e Thaís Vieira Lima:

A apreciação das funções dos fundos de investimento deve partir das realidades fática e concreta, em perspectiva econômico-social. Nessa perspectiva, pode-se definir os fundos de investimentos como estruturas de captação da poupança popular para desenvolvimento econômico e social. Sua regulação encontra-se inserida no contexto da regulação do mercado financeiro e de capitais, adequada na medida em que vincula aos propósitos desse desenvolvimento. São comumente referidos pela doutrina como entidades de investimento coletivo, destinadas a aplicações no mercado financeiro e de capitais. Ademais, referência se faz a suas funções econômicas, que incluem (i) a mitigação de riscos por conta da diversificação de seu portfólio e maior volume de recursos; (ii) o acesso a oportunidades de investimento mais complexas; (iii) a mais ampla mobilização conjunta de recursos, dada sua caracterização enquanto sujeitos investidores profissionais; e (iv) a segurança e o potencial de maior retorno decorrente da administração especializada, exercida por profissionais qualificados sujeitos à autorização e regulação da CVM. Destaca-se, ainda, a existência de diferentes funções macro e microeconômicas por eles desempenhadas; entre as macroeconômicas, instrumentos de crescimento e desenvolvimento econômicos, envolvidos na captação da poupança popular e no financiamento da atividade produtiva, e, entre as microeconômicas, uma diversidade de funções e destinações para seu uso como forma de poupar, em busca de retornos financeiros, considerados estratégias e prazos

variados.<sup>15</sup>

Os fundos de investimento possibilitam a diversificação de carteira, onde os recursos são distribuídos entre diversos ativos, tais como ações, títulos públicos, títulos privados, imóveis, entre outros, conforme a política de investimento definida pelo fundo. Essa diversificação visa reduzir os riscos associados a investimentos individuais, proporcionando uma exposição mais equilibrada aos diferentes segmentos do mercado financeiro.

Outro aspecto relevante dos fundos de investimento é a gestão profissional realizada por gestores registrados junto à CVM, responsáveis por tomar decisões de investimento e gerir a carteira do fundo de acordo com os objetivos estabelecidos e as condições de mercado. Essa expertise proporciona aos investidores uma gestão mais eficiente de seus recursos, com base em análises de mercado e avaliação de riscos.

Além disso, os fundos de investimento oferecem liquidez aos investidores, permitindo a entrada e saída de recursos de acordo com as políticas e prazos estabelecidos pelo fundo. Essa flexibilidade é especialmente vantajosa para investidores que buscam acessar o mercado financeiro de forma dinâmica e adaptar suas estratégias de investimento conforme as condições econômicas e de mercado evoluem.

No Brasil, essa modalidade de investimentos é dividida em algumas classificações e sua designação, constante do nome do fundo de investimentos, caracteriza sua estratégia. Entre os principais tipos de fundo de investimento no Brasil estão os fundos de investimento (i) financeiros, (ii) em direitos creditórios, (iii) imobiliários, (iv) em participações, e (v) de índice. Os fundos de investimento financeiro, por sua vez, podem ser tipificados como “Renda Fixa”, “Em Ações”, “Cambial” e “Multimercado”.

Os fundos de investimentos financeiro classificados como “Renda Fixa” têm, no mínimo, 80% da carteira em ativos de renda fixa e os principais fatores de risco em sua composição são a flutuação das taxas de juros e índices de preços. Tais ativos financeiros podem consistir em

---

<sup>15</sup> CERZETTI, Sheila C. Neder; YAMAJI, Crisleine Barboza; LIMA, Thaís Vieira. Fundos de investimento: Funções, natureza jurídica e distinções com outros institutos jurídicos. In: KUYVEN, Fernando (org.). **Direito dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, setembro 2023. 739 p. p.23-24.

títulos públicos federais, debêntures, CRIs, CRAs, e títulos emitidos por instituições bancárias, como CDBs e LCIs, entre outros.

Ainda, os fundos de investimentos de renda fixa podem ser subclassificados como curto prazo, referenciado, simples ou dívida externa. Nesse sentido, tais subclassificações observam, respectivamente, (i) o vencimento dos títulos que compõem a carteira, sendo necessário obedecer o prazo máximo de 375 dias, e prazo médio da carteira inferior a 60 dias, (ii) a variação de um indicador de referência especificado em sua política de investimento, mantendo 95% ou mais de seu patrimônio líquido investido em ativos que acompanhem o indicador escolhido, e, no mínimo, 80% do patrimônio do fundo composto por títulos públicos federais, ativos de renda fixa considerados de baixo risco de crédito, ou cotas de fundos de índice, (iii) a segurança e baixo custo, sendo 95% ou mais do seu patrimônio investido em títulos públicos federais, operações compromissadas neles lastreadas ou títulos de emissão de instituições financeiras de risco de crédito e (iv) a localização da dívida, sendo 80% de seu patrimônio líquido destinado a títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União.

Os fundos de investimentos em ações têm como principal fator de risco a flutuação de preços de ações autorizadas para negociação no mercado organizado e investem 67% ou mais de sua carteira em ações admitidas à negociação em mercado organizado ou em ativos similares, como recibos ou bônus de subscrição, cotas dos fundos de índice de ações, cotas de fundos de ações, e certificados de depósitos de ações. Ainda, os fundos de investimentos em ações podem ter os sufixos *brazilian depository receipts* (BDR) nível I e mercado de acesso, isto é, devem, respectivamente, concentrar seus investimentos em BDR lastreados em ações classificadas como nível I e manter dois terços de seu patrimônio investido em ações de companhias listadas em segmento especial de negociação voltado ao mercado de acesso, estabelecido por uma bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, que garanta, por contrato, práticas distintas de governança corporativa.

Já os fundos de investimentos cambiais observam a variação de uma taxa de juros chamada de cupom cambial ou a flutuação da moeda estrangeira. Nesse sentido, sua carteira terá de ter ao menos 80% dos ativos relacionados, direta ou indiretamente, a tal variação de taxa ou flutuação de moeda estrangeira.

Ademais, os fundos de investimentos multimercado não tem compromisso de concentração em nenhum fator específico, podendo, assim, investir em ativos de diversos segmentos e utilizar diversas estratégias. Sob essa ótica, uma vez que não precisam observar limites de concentração, permitem mais liberdade aos gestores e mais riscos.

Os fundos de investimento em direitos creditórios, por sua vez, devem observar a porcentagem mínima de 50% de seu patrimônio líquido direcionado para direitos creditórios. Nesse viés, a carteira de ativos de tal tipo de fundo de investimento deve ser composta, em parte ou totalmente, por direitos creditórios provenientes de créditos que uma empresa tem a receber, como cheques, duplicatas e outros. Ainda, os investidores dos fundos de investimento em direito creditórios podem compreender melhor os riscos envolvidos, uma vez que tais fundos são avaliados por agências de classificação de risco.

Já os fundos de investimento imobiliário destinam seus recursos a investimentos em ativos do mercado imobiliário. Sob essa ótica, os recursos obtidos com a venda das cotas podem ser usados para adquirir imóveis rurais ou urbanos, construídos ou em construção, tanto comerciais quanto residenciais. Além disso, títulos e valores mobiliários ligados ao setor imobiliário, como cotas de outros FIIs, LCIs, CRIs, e ações de empresas do setor imobiliário também podem fazer parte da carteira de tais fundos de investimento. Constituídos como condomínios fechados, os investidores do fundo de investimentos imobiliário só têm a possibilidade de resgate de suas cotas no respectivo término da duração do fundo de investimento.

O fundo de investimento em participações investe pelo menos 90% de seu patrimônio líquido em participações ativas companhias abertas, fechadas ou sociedades limitadas, em fase de desenvolvimento. Nesse prisma, os fundos de investimento em participações fazem parte dos processos decisórios das empresas investidas, exercendo influência efetiva na definição de sua política estratégica e na gestão. Conforme a composição de sua carteira, o fundo de investimento em participações pode ser tipificado como capital semente, empresas emergentes, infraestrutura e produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. Constituído como condomínio fechado, possibilita o resgate pelos investidores apenas no vencimento pré-estabelecido ou na assembleia de cotistas deliberando por sua liquidação.

Por fim, os fundos de investimento de índice têm como objetivo replicar a carteira e a rentabilidade de um determinado índice de referência, isto é, qualquer índice de ações ou de renda fixa reconhecido pela CVM. Ao adquirir cotas de um fundo de investimento de índice, o investidor deterá, indiretamente, todas as ações componentes do índice a ele relacionado, sem ter de comprar separadamente as ações de cada empresa. Nesse sentido, em função das recomposições periódicas provenientes do rebalanceamento da carteira do índice de referência, o administrador dos referidos fundos ajusta a composição da carteira do fundo.

## 2.2 Operação e gestão dos fundos de investimento

A operação e gestão desses fundos dependem de uma estrutura bem definida e de funções claramente delineadas, desempenhadas por três principais atores: o administrador, o gestor e o distribuidor.

O administrador do fundo é responsável pela gestão operacional e pela conformidade regulatória do fundo de investimento. Suas principais funções incluem o gerenciamento operacional, a conformidade regulamentar e a transparência e comunicação. Nesse sentido, o administrador cuida das tarefas diárias de administração, como a manutenção dos registros contábeis, o processamento de subscrições e resgates, e a distribuição de rendimentos aos cotistas. Ainda, o administrador deve garantir que os relatórios e documentos necessários sejam apresentados aos órgãos reguladores, como a CVM. Além disso, é responsabilidade do administrador fornecer informações precisas e oportunas aos investidores sobre a performance do fundo, taxas, mudanças na gestão e outros eventos relevantes. O administrador atua como o guardião dos interesses dos investidores, assegurando que o fundo opere de maneira eficiente e dentro dos parâmetros legais e regulamentares.

O gestor de investimentos, por sua vez, é responsável pela tomada de decisões de investimento dentro do fundo. Este papel inclui a definição da estratégia de investimento e a seleção de ativos. Suas principais responsabilidades são a elaboração da estratégia de investimento, a análise e seleção de ativos e o monitoramento e ajustes. O gestor define a política de investimentos do fundo, determinando a alocação de ativos, setores e regiões de interesse, além de estabelecer os critérios para seleção de investimentos. Baseando-se em análises financeiras, econômicas e de mercado, o gestor escolhe os ativos que compõem a

carteira do fundo, buscando maximizar o retorno ajustado pelo risco. A gestão ativa requer o acompanhamento contínuo da performance dos investimentos e ajustes na carteira para otimizar os resultados e responder às mudanças nas condições de mercado. O sucesso do fundo depende em grande parte da habilidade do gestor de identificar oportunidades e gerenciar riscos de forma eficaz.

O distribuidor de cotas se responsabiliza pela comercialização das cotas do fundo junto aos investidores. Suas funções principais incluem marketing e vendas, relacionamento com investidores e educação e suporte. O distribuidor promove o fundo e atrai investidores, utilizando diversas estratégias de marketing e canais de distribuição. Manter um canal aberto de comunicação com os investidores, fornecendo informações sobre o fundo e respondendo a dúvidas e preocupações, é crucial. Além disso, educar os investidores sobre os benefícios e riscos associados ao fundo, ajudando-os a tomar decisões informadas, é uma função essencial do distribuidor. Os distribuidores desempenham um papel crucial na captação de recursos para o fundo e no fortalecimento do relacionamento com os investidores.

A colaboração entre administrador, gestor e distribuidor é essencial para o funcionamento eficaz de um fundo de investimento. Essas interações incluem comunicação e coordenação, gestão de conflitos de interesse e inovação e melhoria contínua. Os três players precisam manter uma comunicação constante para garantir que as operações do fundo estejam alinhadas com a estratégia de investimento e com as expectativas dos investidores. É vital que os administradores, gestores e distribuidores atuem de maneira ética e transparente, gerenciando potenciais conflitos de interesse para proteger os interesses dos investidores. Trabalhando juntos, esses atores podem identificar oportunidades para inovar e melhorar os processos, produtos e serviços oferecidos pelo fundo.

As decisões tomadas por administradores, gestores e distribuidores têm um impacto direto no desempenho do fundo de investimento. Algumas das áreas de impacto incluem eficiência operacional, retorno sobre investimentos e captação de recursos. A capacidade do administrador de gerenciar eficientemente as operações do fundo pode afetar os custos e a rentabilidade. As habilidades do gestor em selecionar e gerenciar os ativos do fundo determinam em grande parte o retorno gerado para os investidores. O sucesso do distribuidor em atrair novos investidores e manter os existentes pode influenciar significativamente a quantidade de recursos sob gestão e,

consequentemente, a capacidade do fundo de alcançar seus objetivos de investimento.

A eficiência operacional do fundo pode ser significativamente melhorada através da colaboração entre esses três players. O administrador, por exemplo, pode trabalhar com o gestor para garantir que todas as operações sejam realizadas de acordo com os regulamentos e que os processos internos sejam eficientes. Isso inclui a gestão dos registros contábeis, o processamento de subscrições e resgates, e a distribuição de rendimentos. A eficiência com que essas tarefas são executadas pode influenciar diretamente os custos operacionais do fundo e, portanto, a rentabilidade para os investidores.

A operação e gestão de fundos de investimento dependem, portanto, de uma colaboração eficaz entre o administrador, gestor e distribuidor. Cada um desses players desempenha um papel vital na garantia de que o fundo opere de maneira eficiente, alcance seus objetivos de investimento e atenda às expectativas dos investidores. Compreender as funções e responsabilidades de cada um é essencial para avaliar a performance de um fundo e tomar decisões informadas sobre investimentos. A sinergia entre esses três atores não só promove a eficiência operacional, mas também contribui para a inovação e competitividade no mercado de fundos de investimento, beneficiando todos os envolvidos.

### 2.3 Natureza jurídica

Muito se discutia sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, que, anteriormente à Lei 13.874/19<sup>16</sup>, era regida pelo regime geral de condomínio civil previsto no Código Civil, mesmo que revestidos de características especiais que os diferenciavam do condomínio civil. Nesse sentido, conforme aduz Eizirik<sup>17</sup>:

(...) os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de

---

<sup>16</sup> BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nºs 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e da outras providências. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, 20 de setembro de 2019. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/113874.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/113874.htm). Acesso em: 24 abr. 2024.

<sup>17</sup> EIZIRIK, Nelson. *et al.* **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico. 4. Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. 660p. p. 123

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.

Ainda, em consonância com a doutrina jurídica da natureza jurídica condominial dos fundos de investimento, as autoras Gabriela Codorniz, Laura Patella e Marina Copola expõe:

Os fundos, de fato, comportam-se como condomínios. Não produzem eles rendimentos a serem distribuídos no fim do exercício, nem sequer visam alcançar lucros numa sequência de compra-vendas de títulos; coisas todas essas próprias das sociedades. [...] Há valorização imediata da cota, e não distribuição de lucros.<sup>18</sup>

A partir da edição Lei nº 13.874/19 os fundos de investimento foram finalmente regulamentados e incorporados ao ordenamento civil por meio da inclusão do novo Capítulo X no Código Civil, que consolidou sua natureza jurídica de condomínio especial. Dessa maneira, o recém-incluído art.1.368-C do Código Civil dispõe:

Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza<sup>19</sup>.

No que tange a natureza jurídica especial atribuída aos fundos de investimento, resumizou Otavio Yazbek:

A definição destaca as duas dimensões que acima se procurou descrever: inicialmente, é referida aquela natureza de comunhão de recursos, que, remete a uma universalidade patrimonial separada; depois se define a forma de detenção daqueles recursos, que se dá por meio de condomínio.<sup>20</sup>

O fundo de investimentos é, portanto, caracterizado pela comunhão de recursos, estabelecido como um condomínio especial, que não está sujeito a qualquer norma aplicável às outras formas de condomínio reguladas pelo Código Civil. De acordo com seu regime sui generis, os fundos de investimento, imbuídos de natureza híbrida, exigem regulação específica, competência essa que está sob os poderes da CVM.

---

<sup>18</sup> CODORNIZ; PATELLA; COPOLA, op. cit., p. 81.

<sup>19</sup> BRASIL. Lei nº 10.406. Institui o Código Civil, de 10 de janeiro de 2002. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao). Acesso em: 09 jun. 2024.

<sup>20</sup> YAZBEK, op. cit., p. 562.

Ainda, os fundos de investimento podem ser constituídos sob o condomínio aberto ou fechado. Sendo os condomínios abertos caracterizados pela possibilidade dos cotistas solicitarem o resgate de suas cotas a qualquer momento. Na prática, é viável a entrada de novos cotistas ou novos investimentos efetuados por seus cotistas atuais, bem como a saída de cotistas mediante o resgate de cotas. No entanto, o administrador tem o poder de suspender, a qualquer momento, novas aplicações no fundo, desde que essa suspensão seja aplicada de forma indiscriminada a novos investidores e cotistas existentes,

Ademais, o administrador tem a prerrogativa de decretar o fechamento do fundo de investimentos para a realização de resgates, em situações excepcionais de iliquidez dos ativos financeiros que compõem a sua carteira, inclusive em decorrência de solicitações de resgate incompatíveis com a liquidez disponível ou que possam afetar o tratamento tributário do fundo de investimentos ou dos cotistas. Nessas circunstâncias, a partir das previsões contidas na regulamentação do fundo de investimentos, a convocação de Assembleia Geral Extraordinária pode ser necessária.

Já os fundos de investimentos constituídos sob o regime jurídico de condomínio fechado são caracterizados pelo resgate das cotas apenas ao término de seu prazo de duração. Desse modo, após a captação de recursos pelo fundo de investimentos, é vedada a entrada ou saída de cotistas, bem como não são aceitos novos investimentos por parte dos cotistas existentes.

Os fundos de investimento fechados, contudo, podem abrir novas fases de investimento, denominadas como rodadas de investimento, isto é, períodos específicos durante os quais os investidores têm a oportunidade de entrar ou sair do fundo de investimentos, mesmo que esteja dentro do prazo de duração estipulado. Tais janelas de investimento podem ser estabelecidas pelo administrador do fundo para permitir uma certa flexibilidade aos investidores, embora restrita em comparação com fundos abertos. Durante esses períodos, os investidores podem realizar aportes adicionais ou resgatar suas cotas, proporcionando uma oportunidade de ajuste de suas posições de acordo com as condições de mercado ou suas necessidades financeiras. Essa estrutura oferece um equilíbrio entre a liquidez limitada dos fundos fechados e a necessidade ocasional dos investidores de acessar seus investimentos antes do término do prazo do fundo.

### 3. A INSTRUÇÃO CVM Nº 555 E A RESOLUÇÃO CVM Nº 175

Este capítulo almeja conduzir uma análise comparativa entre a Instrução CVM nº 555 e a Resolução CVM nº 175 sob a luz da estrutura dos fundos de investimento, responsabilidade dos cotistas, prestadores de serviços e suas responsabilidades e, por fim, os investimentos no exterior. Nesse sentido, destacam-se as inovações trazidas Resolução CVM nº 175 e as diferenças jurídicas e operacionais frente a Instrução CVM nº 555.

É importante compreender que a Resolução CVM nº 175 teve forte influência dos participantes do mercado e teve como objetivo a modernização da regulamentação da indústria de fundos de investimento brasileiro, que até então era regida pela Instrução CVM nº 555. Além disso, a Resolução CVM nº 175 foi responsável por introduzir uma maior concretude nas normas legais, e ainda implementou recomendações e práticas já adotadas em outras jurisdições, como as Ilhas Cayman e Delaware, Estados Unidos da América.

Ainda, a Resolução CVM nº 175 foi editada de forma a colocar a indústria de fundos de investimento brasileira em conformidade com a Lei 13.874/19, que, entre outras coisas, instituiu a natureza jurídica de condomínio especial, possibilitou a eventual limitação de responsabilidade aos cotistas e introduziu o conceito de segregação de patrimônio no contexto dos fundos de investimento no Brasil. Conforme aduz Fernando Kuyven (2023):

Após longos debates e amplas contribuição dos agentes do mercado, foi recebida com grande entusiasmo a Resolução CVM 175/2022 que, além de regulamentar os avanços trazidos pela Lei da Liberdade econômica (Lei13.874/2019), revogou as regras esparsas anteriores e fixou um moderno arcabouço único que aproxima o Brasil dos sistemas jurídicos estrangeiros mais avançados nesse setor. [...] Ao mesmo tempo, com maior segurança jurídica, o novo regime jurídico amplia significativamente a proteção aos investidores, permitindo que eles tenham plenas ciências dos riscos que assume ao investir em determinado fundo, que não se confundem com os riscos assumidos pelo fundo ou por sociedades por ele investidas. Para tanto, foi fundamental o afastamento definitivo de natureza jurídica de mero condomínio e a consequente previsão de possibilidade de limitação de responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscritos e de aplicação ao fundo e a cada classe de cotas o regime da insolvência civil.<sup>21</sup>

#### 3.1 Estrutura dos fundos de investimentos

---

<sup>21</sup> KUYVEN, op. cit., p. 5.

Sob a Instrução CVM nº 555, os fundos de investimento contavam apenas com uma classe de cotas, sendo os mesmos direitos e obrigações atribuídos a todos investidores. A possibilidade de diferentes estratégias, condições de aplicação e prazo era vedada.

No intuito de ampliar a liberdade para a organização de fundos e veículos de investimento, o Código Civil, a partir da Lei nº 13.874/19, passou a prever a prerrogativa de estabelecer classes de cotas com direitos e obrigações distintos. Ainda, nos termos do art. Art. 1.368-D do Código Civil (2002):

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<sup>22</sup>.

Em linha com a Lei nº 13.874/19, a Resolução CVM nº 175 trouxe novidades para a estrutura dos fundos de investimento permitindo a criação de diferentes classes de cotas para um mesmo fundo de investimento, com direitos e obrigações distintos, podendo ser constituído um patrimônio segregado para cada classe de cotas.

Conforme observado em diferentes jurisdições, a não contaminação entre classes é um grande pilar para a segregação de patrimônio. Tal conceito consiste na segregação de ativos e passivos diferentes as classes de cotas do mesmo fundo de investimentos. Essa segregação implica que os ativos e passivos de cada classe de cotas sejam separados dos ativos e passivos das outras classes, proporcionando uma maior transparência e segurança para os investidores. Nesse sentido, a segregação patrimonial é uma salvaguarda para os investidores, garantindo que os riscos associados a uma classe de cotas não sejam transferidos indevidamente para as outras classes.

A separação de patrimônios permite que cada classe de cotas tenha sua própria política de investimento, perfil de risco e rentabilidade, de acordo com as características específicas dos investidores a quem se destina. Além disso, em caso de liquidação do fundo, os ativos de cada

---

<sup>22</sup> BRASIL. Lei nº 10.406. Institui o Código Civil, de 10 de janeiro de 2002. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao). Acesso em: 09 jun. 2024.

classe são utilizados exclusivamente para pagar os passivos relacionados a essa classe, sem afetar as outras classes de cotas.

Nas ilhas Cayman, por exemplo, os fundos de investimentos podem ser estruturados como *segregated portfolio companies*, ou seja, uma estrutura similar a um guarda-chuva, onde o fundo, denominado “SPC”, tem personalidade jurídica e age em nome de seus portfólios segregados. Cada portfólio segregado pode contar com diferentes prestadores de serviços, políticas de investimento e risco, público-alvo e carteira. Nos termos da seção 218 do *Companies Act (2023 Revision)*<sup>23</sup> das Ilhas Cayman:

Sociedade agindo em nome dos portfólios segregados

218. (1) Qualquer ato, assunto, documento, acordo, contrato, instrumento sob selo ou outro instrumento ou arranjo que seja vinculativo ou que garanta o benefício de um portfólio segregado deverá ser executado pela empresa de portfólio segregado em nome desse portfólio segregado, que deverá ser identificado ou especificado, e tal execução deverá especificar que é em nome, ou por, ou para a conta desse portfólio segregado (tradução livre)<sup>24</sup>

Os diretores têm a obrigação de estabelecer e manter a segregação tanto dos ativos em geral de uma SPC quanto dos ativos de cada portfólio segregado. Ainda, os portfólios segregados podem ter uma ou mais classes de ações e os recursos da emissão dessas ações são alocáveis a eles. A partir das seções 216 e 219 do *Companies Act (2023 Revision)* das Ilhas Cayman:

Portfólios segregados

216. (1) Uma empresa de portfólio segregado pode criar um ou mais portfólios segregados para segregar os ativos e passivos da empresa de portfólio segregado mantidos dentro ou em nome de um portfólio segregado dos ativos e passivos da empresa de portfólio segregado mantidos dentro ou em nome de qualquer outro portfólio segregado da empresa de portfólio segregado ou dos ativos e passivos da empresa de portfólio segregado que não são mantidos dentro ou em nome de qualquer portfólio segregado da empresa de portfólio segregado.

(2) Uma empresa de portfólio segregado será uma única entidade jurídica e qualquer portfólio segregado da empresa de portfólio segregado não constituirá uma entidade jurídica separada da empresa de portfólio segregado.

Ativos

219. (1) Os ativos de uma empresa de portfólio segregado serão ou ativos de portfólio

<sup>23</sup> ILHAS CAYMAN. Companies Act. Supplement No. 3. **Diário Oficial**: Seção 1, de 12 de janeiro de 2023. Disponível em: [https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/1961/1961-0003/CompaniesAct\\_2023%20Revision.pdf](https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/1961/1961-0003/CompaniesAct_2023%20Revision.pdf). Acesso em: 05 abr. 2024

<sup>24</sup> ILHAS CAYMAN, *ibid*, p. 139. Trecho original: Company to act on behalf of portfolios 218. (1) Any act, matter, deed, agreement, contract, instrument under seal or other instrument or arrangement which is to be binding on or to ensure to the benefit of a segregated portfolio shall be executed by the segregated portfolio company on behalf of such segregated portfolio which shall be identified or specified, and such execution shall specify that it is in the name of, or by, or for the account of, such segregated portfolio.

segregado ou ativos gerais.

(2) Os ativos de portfólio segregado compreendem os ativos da empresa de portfólio segregado mantidos dentro ou em nome dos portfólios segregados da empresa.

(3) Os ativos gerais de uma empresa de portfólio segregado compreendem os ativos da empresa que não são ativos de portfólio segregado.

(4) Os ativos de um portfólio segregado compreendem—

(a) ativos representando o capital social e reservas atribuídas ao portfólio segregado; e

(b) todos os outros ativos atribuídos ou mantidos dentro do portfólio segregado.

(Tradução livre)<sup>25</sup>

O pagamento de dividendos, outras distribuições e o pagamento do resgate das ações são aplicados a cada portfólio segregado isoladamente, como se cada portfólio segregado fosse uma pessoa jurídica distinta. Sob essa ótica, tais pagamentos podem ser custeados com os ativos do portfólio segregado com relação à qual as ações relevantes foram emitidas, e deve ser registrada no balanço patrimonial atribuído ao portfólio segregado que estiver pagando os dividendos, a distribuição ou o resgate. Conforme a 217 do *Companies Act (2023 Revision)* das Ilhas Cayman:

#### Ações e dividendos

217. (1) Uma empresa de portfólio segregado pode criar e emitir ações em uma ou mais classes ou séries (incluindo diferentes classes ou séries relacionadas ao mesmo portfólio segregado), cujos proventos da emissão serão incluídos nos ativos do portfólio segregado e contabilizados no portfólio segregado em relação ao qual as ações do portfólio segregado são emitidas.

(2) Os proventos da emissão de ações, que não sejam ações do portfólio segregado, serão incluídos nos ativos gerais da empresa de portfólio segregado.

(3) Uma empresa de portfólio segregado pode pagar dividendos ou outras distribuições em relação às ações do portfólio segregado de qualquer classe ou série, independentemente de ser declarado um dividendo em qualquer outra classe ou série de ações do portfólio segregado ou em qualquer outra ação.

(4) Dividendos ou outras distribuições do portfólio segregado serão pagos em relação às ações do portfólio segregado apenas com referência às contas do portfólio segregado e com base nos ativos e passivos do portfólio segregado em relação ao qual as ações do portfólio segregado foram emitidas e, de outra forma, de acordo com os direitos dessas ações (tradução livre).<sup>26</sup>

<sup>25</sup> ILHAS CAYMAN, *ibid.*, p.140. Trecho original: Segregated portfolios 216. (1) A segregated portfolio company may create one or more segregated portfolios in order to segregate the assets and liabilities of the segregated portfolio company held within or on behalf of a segregated portfolio from the assets and liabilities of the segregated portfolio company held within or on behalf of any other segregated portfolio of the segregated portfolio company or the assets and liabilities of the segregated portfolio company which are not held within or on behalf of any segregated portfolio of the segregated portfolio company. (2) A segregated portfolio company shall be a single legal entity and any segregated portfolio of or within a segregated portfolio company shall not constitute a legal entity separate from the segregated portfolio company. Assets 219. (1) The assets of a segregated portfolio company shall be either segregated portfolio assets or general assets. (2) The segregated portfolio assets comprise the assets of the segregated portfolio company held within or on behalf of the segregated portfolios of the company. (3) The general assets of a segregated portfolio company comprise the assets of the company which are not segregated portfolio assets. (4) The assets of a segregated portfolio comprise — (a) assets representing the share capital and reserves attributable to the segregated portfolio; and (b) all other assets attributable to or held within the segregated portfolio.

<sup>26</sup> ILHAS CAYMAN, *ibid.*, p. 138. Trecho original: Shares and dividends 217. (1) A segregated portfolio company may create and issue shares in one or more classes or series (including different classes or series relating to the

Ainda, em Delaware, Estados Unidos a segregação de patrimônio pode ser observada nas *series limited liability companies*. De acordo com o *Limited Liability Company Act*<sup>27</sup> de Delaware, uma *limited liability company* (LLC) pode ser composta por séries individuais de interesses de membros. Cada série é tratada efetivamente como uma entidade separada, o que significa que as dívidas, responsabilidades, obrigações e despesas de uma série não podem ser executadas contra outra série da LLC ou contra a LLC como um todo.

§ 18-215. Séries de membros, gerentes, interesses ou ativos da sociedade de responsabilidade limitada.

(a) Um acordo de sociedade de responsabilidade limitada pode estabelecer ou prever o estabelecimento de uma ou mais séries designadas de membros, gerentes, interesses ou ativos da sociedade de responsabilidade limitada. Qualquer série desse tipo pode ter direitos, poderes ou deveres separados em relação a propriedades especificadas ou obrigações da sociedade de responsabilidade limitada ou lucros e perdas associados a propriedades ou obrigações especificadas, e qualquer série desse tipo pode ter um propósito comercial ou objetivo de investimento separado. Nenhuma disposição da subseção (b) desta seção ou § 18-218 deste título será interpretada como limitando a aplicação do princípio da liberdade contratual a uma série que não seja uma série protegida ou uma série registrada. Exceto nos termos das §§ 18-219, 18-220 e 18-221, uma série não pode se fundir, converter ou consolidar nos termos de qualquer seção deste título ou qualquer outra lei estadual.

(b) Uma série estabelecida de acordo com a frase a seguir é uma série protegida. Não obstante qualquer disposição em contrário estabelecida neste capítulo ou sob outra lei aplicável, no caso em que um acordo de sociedade de responsabilidade limitada estabeleça ou preveja o estabelecimento de uma ou mais séries, e na medida em que os registros mantidos para qualquer série contabilizem os ativos associados a essa série separadamente dos outros ativos da sociedade de responsabilidade limitada, ou qualquer outra série dela, e se o acordo de sociedade de responsabilidade limitada assim o prever, e se o aviso da limitação de responsabilidades de uma série conforme referido nesta subseção constar no certificado de formação da sociedade de responsabilidade limitada, então as dívidas, responsabilidades, obrigações e despesas incorridas, contraídas ou existentes com relação a essa série serão executáveis apenas contra os ativos dessa série, e não contra os ativos da sociedade de responsabilidade limitada em geral ou de qualquer outra série dela, e, salvo disposição em contrário no acordo de sociedade de responsabilidade limitada, nenhuma das dívidas, responsabilidades, obrigações e despesas incorridas, contraídas ou existentes com relação à sociedade de responsabilidade limitada em geral ou a qualquer outra série dela serão executáveis contra os ativos dessa série (tradução livre)<sup>28</sup>.

---

same segregated portfolio), the proceeds of the issue of which shall be included in the segregated portfolio assets of and accounted for in the segregated portfolio in respect of which the segregated portfolio shares are issued. (2) The proceeds of the issue of shares, other than segregated portfolio shares, shall be included in the segregated portfolio company's general assets. (3) A segregated portfolio company may pay a dividend or other distribution in respect of segregated portfolio shares of any class or series and whether or not a dividend is declared on any other class or series of segregated portfolio shares or any other shares. (4) Segregated portfolio dividends or other distributions shall be paid on segregated portfolio shares by reference only to the accounts of and to and out of the segregated portfolio assets and liabilities of the segregated portfolio in respect of which the segregated portfolio shares were issued and otherwise in accordance with the rights of such shares”.

<sup>27</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Limited Liability Company Act**, de 16 de maio de 2024. Estado de Delaware. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title6/c018/index.html>. Acesso em 05 abr. 2024.

<sup>28</sup> Ibid., p.374. Trecho original: “§ 18-215. Series of members, managers, limited liability company interests or assets. (a) A limited liability company agreement may establish or provide for the establishment of 1 or more

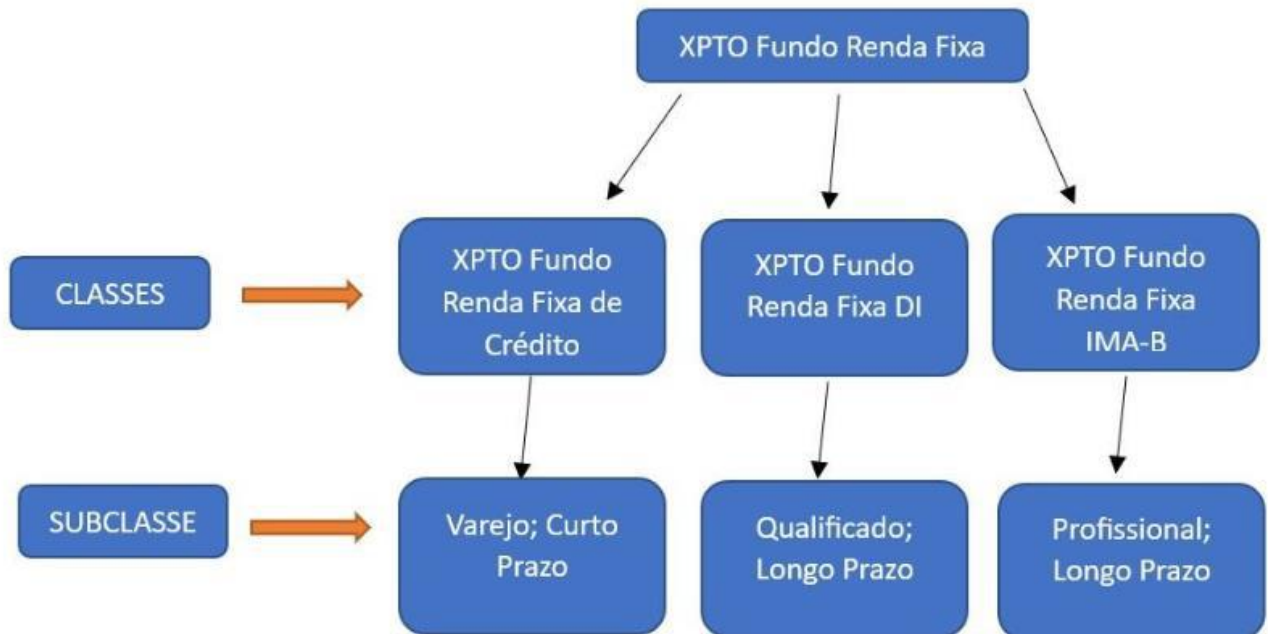
Desse modo, cada série pode deter seus próprios ativos, ter seus próprios membros, conduzir suas próprias operações e buscar objetivos comerciais diferentes, mantendo-se, no entanto, protegida de reivindicações de membros, credores ou litigantes que buscam os ativos de, ou que alegam direitos contra, outra série.

Cumpra salientar que a Resolução CVM nº 175 permite a divisão das classes dos fundos de investimento em subclasses, diferenciadas pelos prazos e condições de aplicação, público-alvo, amortização e resgate, ou taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída. No entanto, as subclasses dividem a mesma carteira, compartilhando, assim o respectivo patrimônio. Abaixo colacionada uma ilustração exemplificativa demonstrando a divisão de um fundo de investimentos em classes e subclasses:

---

designated series of members, managers, limited liability company interests or assets. Any such series may have separate rights, powers or duties with respect to specified property or obligations of the limited liability company or profits and losses associated with specified property or obligations, and any such series may have a separate business purpose or investment objective. No provision of subsection (b) of this section or § 18-218 of this title shall be construed to limit the application of the principle of freedom of contract to a series that is not a protected series or a registered series. Other than pursuant to §§ 18-219, 18-220 and 18-221, a series may not merge, convert or consolidate pursuant to any section of this title or any other statute of this State. (b) A series established in accordance with the following sentence is a protected series. Notwithstanding anything to the contrary set forth in this chapter or under other applicable law, in the event that a limited liability company agreement establishes or provides for the establishment of 1 or more series, and to the extent the records maintained for any such series account for the assets associated with such series separately from the other assets of the limited liability company, or any other series thereof, and if the limited liability company agreement so provides, and if notice of the limitation on liabilities of a series as referenced in this subsection is set forth in the certificate of formation of the limited liability company, then the debts, liabilities, obligations and expenses incurred, contracted for or otherwise existing with respect to such series shall be enforceable against the assets of such series only, and not against the assets of the limited liability company generally or any other series thereof, and, unless otherwise provided in the limited liability company agreement, none of the debts, liabilities, obligations and expenses incurred, contracted for or otherwise existing with respect to the limited liability company generally or any other series thereof shall be enforceable against the assets of such series”.

Figura 3: Estrutura de Fundos de Investimentos Multiclasses



Fonte: Ilustração extraída de Leony (2023)<sup>29</sup>

Em se tratando dos fundos de investimento multiclasses, o regulamento aplicável passará a conter anexos regendo o funcionamento de cada classe e apêndices delimitando as características específicas de cada subclasse. Ademais, além do cadastro nacional de pessoa jurídica (CNPJ) atribuído ao fundo de investimentos, cada classe deverá ter seu próprio CNPJ.

No que tange as despesas atribuídas aos investidores, a assembleia geral do fundo de investimentos tratará das despesas gerais e a assembleia especial deliberará sobre as despesas relativas a uma classe de cotas específica.

Além disso, vale destacar que a Resolução CVM nº 175 prevê a possibilidade de classes de cotas fechadas e abertas dentro de um mesmo fundo de investimentos. Isso significa que diferentes classes podem ser diferenciadas pela possibilidade ou vedação de resgate de cotas.

<sup>29</sup> ALEXANDRE, Leony. A Revolução dos Fundos: como a Resolução CVM 175 Redefine o Investimento no Brasil. In: **L4 Capital Blog**. Publicado em 26 de outubro de 2023. Disponível em: <https://www.l4capital.com.br/entendendo-resolucao-cvm-175-fundos-investimento-brasil/>. Acesso em: 30 mai. 2024.

### 3.2 Responsabilidade dos Cotistas

Sob o art. 15 da Instrução CVM nº 555, os cotistas dos fundos de investimento eram responsáveis pelo patrimônio líquido negativo do fundo. Ainda, de acordo com o art. 25 da referida instrução, em caso de perdas maiores do que o capital aplicado, os cotistas eram obrigados a aportar recursos adicionais para cobrir eventuais prejuízos. A responsabilidade dos cotistas era, portanto, ilimitada perante a Instrução CVM nº 555.

Após a edição da Lei nº 13.874/19, a possibilidade da limitação da responsabilidade dos cotistas dos fundos de investimento ao valor de suas cotas passou a ser prevista no Código Civil. Desse modo, o patrimônio pessoal do cotista passou a poder ser protegidos das obrigações assumidas em relação ao fundo de investimentos.

A Lei nº 13.874/19 foi responsável por positivar uma demanda histórica do mercado: a limitação da responsabilidade do cotista. Conforme o Código Civil, o regulamento limitará ou não a responsabilidade do investidor ao montante subscrito. Nos casos em que o regulamento discorra sobre a responsabilidade ilimitada, na hipótese de patrimônio líquido negativo, os cotistas poderão ser chamados a aportar recursos adicionais, proporcionalmente ao número cotas detidas por ele.

Nota-se que a opção pela adoção da responsabilidade limitada foi estabelecida legalmente, mediante decisão das partes envolvidas pela sua utilização, em conformidade com o princípio da autonomia privada, por meio da inclusão de disposições no regulamento do fundo de investimentos.

Vale destacar que, com o objetivo de evitar a possível fraude contra credores, o § 1º do art. 1.368-D do Código Civil estabelece que:

§ 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<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> BRASIL. Lei nº 10.406. Institui o Código Civil, de 10 de janeiro de 2002. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao). Acesso em: 09 jun. 2024.

Tal limitação de responsabilidade foi devidamente regulada na Resolução CVM 175. Nesse viés, o fundo de investimento poderá contar com a limitação de responsabilidade do cotista ao valor subscrito por ele<sup>31</sup>. Sob essa ótica, as classes que contam com a responsabilidade limitada devem ser denominadas como tal.

Ainda, é importante destacar que, em se tratando de fundos de investimento multiclases, é vedada a limitação de responsabilidade para apenas algumas das classes do respectivo fundo de investimentos. Dessa maneira, caso o fundo de investimentos opte por limitar a responsabilidade dos cotistas, todas as classes constituídas devem refletir essa opção.

Em se tratando dos fundos de investimento de responsabilidade civil limitada, os investidores estão protegidos de perdas além do valor de suas cotas. Isso significa que os investidores não são responsáveis por dívidas ou obrigações do fundo para além do valor que investiram. Essa limitação de responsabilidade proporciona aos investidores uma maior segurança ao investir em fundos, pois não ficam expostos a riscos que excedam seu investimento inicial.

### 3.3 Prestadores de serviços e suas responsabilidades

No que tange aos serviços prestados para um fundo de investimentos, a Instrução CVM nº 555 discorre sobre o administrador, o gestor, o custodiante e o auditor independente. Nesse sentido, o administrador era responsável, unilateralmente, não só pela constituição dos fundos de investimento, mas também por todos os serviços ligados sua à operação e manutenção, sendo o administrador encarregado pela contratação dos demais prestadores serviços dos fundos, inclusive o gestor.

Sob a Instrução CVM nº 555, o gestor do fundo de investimentos era atribuído o poder de negociar e contratar ativos financeiros e intermediários em nome dos fundos e/ou suas classes de cotas, além de representar e assinar contratos relacionados a essas negociações, defendendo os interesses das carteiras dos fundos e seus cotistas. Portanto, ao ser contratado, cabia ao gestor representar e decidir sobre os investimentos das carteiras dos fundos de

---

<sup>31</sup> Ibid.

investimento, emitindo ordens de compra e venda de ativos financeiros.

Ainda, visando a proteção dos cotistas, ambos o Administrador e o Gestor já eram sujeitos a uma série de deveres, responsabilidades e vedações. Conforme o art. 92 da Instrução CVM nº 555:

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

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

II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e

III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

§1º Sem prejuízo da remuneração que é devida ao administrador e ao gestor na qualidade de prestadores de serviços do fundo, o administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição.

§ 2º É vedado ao administrador, ao gestor e ao consultor o recebimento de qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na tomada de decisão de investimento pelo fundo<sup>32</sup>.

Já em relação a responsabilidade atribuída aos prestadores de serviço dos fundos de investimento, a Lei n.º 13.874/19 introduziu a seguinte redação no Código Civil:

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 [...]

§ 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<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. Instrução CVM 555 (Revogada), de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, 23 de dezembro de 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 15 mar. 2024.

<sup>33</sup> BRASIL. Lei nº 10.406. Institui o Código Civil, de 10 de janeiro de 2002. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao). Acesso em: 09 jun. 2024.

Em linha com a Lei n.º 13.874/19, a Resolução CVM nº 175 trouxe inovações quanto a prestação de serviços aos fundos de investimento. Nesse sentido, cada prestador deverá cumprir apenas suas próprias responsabilidades, e, desse modo, não haverá mais a responsabilidade solidária entre os administradores dos fundos de investimentos e os demais prestadores de serviços.

Nota-se, ainda, que a Resolução CVM nº 175 trouxe a definição de prestadores de serviços essenciais, sendo eles o administrador e o gestor dos fundos de investimento. Nesse prisma, visando um maior equilíbrio de funções entre os prestadores de serviços essenciais, os gestores ficaram encarregados de responsabilidades que antes cabiam e/ou eram de capacidade exclusiva ao administrador, de modo que não há mais hierarquia ou responsabilidade solidária entre eles.

No que tange a Resolução CVM nº 175, o Gestor assume o papel de fiduciário negocial dos fundos de investimento, possuindo autoridade para realizar todas as ações necessárias para a gestão eficaz da carteira de ativos. Ademais, o gestor tem a prerrogativa de contratar, em nome do fundo de investimentos, terceiros para fornecer uma variedade de serviços essenciais, tais como intermediação de operações para a carteira de ativos, distribuição de cotas, consultoria de investimentos, avaliação de risco por agências de classificação de crédito e cogestão da carteira de ativos, desde que devidamente qualificados e autorizados. Nos termos do art. 85 da Resolução CVM nº 175:

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<sup>34</sup>.

Já o administrador zela pelo funcionamento geral do fundo de investimentos, sendo responsável pelo seu operacional. Sob essa ótica, a contratação de terceiros habilitados e

---

<sup>34</sup> BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. Resolução CVM 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, e revoga as normas que especifica. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, de 28 de dezembro de 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 15 mar. 2024

autorizados a prestar os serviços de tesouraria, escrituração de cotas, controle e processamento dos ativos e auditoria independente está a cargo do administrador. De acordo com o art. 83 da Resolução CVM nº 175:

Art. 83. Incluem-se entre as obrigações do administrador contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços:

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<sup>35</sup>.

Outrossim, a responsabilidade equânime e distinta entre os prestadores de serviços é observada em diferentes jurisdições como, por exemplo, nas Ilhas Cayman. Nesse prisma, os *mutual funds* contam com diferentes prestadores, sendo suas obrigações e responsabilidades delimitadas nos documentos dos referido fundos. Os administradores costumam estar encarregados do gerenciamento operacional do fundo, como a contabilidade, cálculo de cotas e patrimônio líquido e *due dilligence* de investidores. Já os gestores prestam serviços denominados como *management and advisory services*, isto é, consultoria e gestão de ativos.

### 3.4 Investimentos no exterior

No que tange a Instrução CVM nº 555 e a Resolução CVM nº 175, a equiparação de ativos financeiros negociados em países signatários do Tratado de Assunção aos ativos financeiros negociados no mercado nacional se manteve. Já, divergindo da Instrução CVM nº 555, a Resolução CVM nº 175 não conta com a equiparação dos BDRs classificados como nível I aos ativos financeiros negociados no mercado nacional. De acordo com o III do art.2º Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175, os BDR são definidos como:

III – Brazilian Depositary Receipts – BDR: certificados de depósito de valores mobiliários emitidos por instituição depositária no Brasil e representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou assemelhada cuja sede esteja localizada:

a) no exterior, no caso de certificados de depósito de ações negociadas no exterior (“BDR-Ações”); e

b) no País ou no exterior, no caso de certificados de depósito de valores mobiliários

---

<sup>35</sup> Ibid.

representativos de títulos de dívida (“BDR-Dívida Corporativa”)<sup>36</sup>.

Nota-se, ainda, que, quando negociados em mercado devidamente regulado de emissão de gases estufa e com custodiante que seja diligente para se assegurar da existência, integridade e titularidade, os créditos de carbono foram dispensados das obrigações impostas aos ativos financeiros no exterior<sup>37</sup>.

Conforme a Resolução CVM nº 175, os veículos de investimento no exterior têm de ter administradores, gestores e custodiantes devidamente autorizados por supervisor local. Nesse sentido, nos termos do XVI do art.2º Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175, entende-se por supervisor local

autoridade estrangeira com a qual a CVM tenha celebrado acordo de cooperação mútua que permita o fornecimento de informações sobre operações cursadas nos mercados por ela supervisionados, ou que seja signatária do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO<sup>38</sup>.

No que tange a aplicação de recursos em fundos de investimento ou veículos de investimento no exterior, tanto a Instrução CVM nº 555 quanto a Resolução CVM nº 175 estabelece condições que devem ser observadas. Destaca-se, entretanto, que, ao passo que a Instrução CVM nº 555 determinava que o veículo no exterior deveria contar prazo mínimo de 30 dias para cálculo do valor da cota, a Resolução CVM nº 175 dispõe sobre a compatibilidade da periodicidade de cálculo do valor da cota com a liquidez oferecida pelo fundo de investimentos local.

Ainda, dentre as condições que devem ser observadas para a aplicação de recursos em fundos de investimento ou veículos de investimento no exterior, nota-se as políticas de controle de risco e limites acerca da alavancagem. Nesse sentido, a Resolução CVM nº 175 introduz a definição de exposição a risco de capital, sendo ela, “a exposição da classe de cotas ao risco de seu patrimônio líquido ficar negativo em decorrência de aplicações de sua carteira de ativos”<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> Ibid.

<sup>37</sup> Ibid.

<sup>38</sup> Ibid.

<sup>39</sup> Ibid.

A exposição ao risco de capital é uma preocupação fundamental para investidores, pois representa a possibilidade de perda financeira decorrente de flutuações nos mercados financeiro e de capitais. Esta exposição é especialmente relevante em investimentos de renda variável, como ações, onde o valor dos ativos pode variar significativamente ao longo do tempo. Os investidores devem estar cientes de que o valor dos seus investimentos em ações pode diminuir, às vezes de forma substancial, em resposta a mudanças nas condições econômicas, políticas ou de mercado.

Além disso, a exposição ao risco de capital pode ser influenciada por uma variedade de fatores, incluindo diversificação da carteira, alavancagem e horizonte de investimento. A falta de diversificação, por exemplo, pode aumentar a exposição ao risco, pois os investimentos ficam mais dependentes do desempenho de um único ativo ou setor. Da mesma forma, o uso excessivo de alavancagem pode amplificar os ganhos, mas também as perdas potenciais, aumentando a exposição ao risco de capital.

Para mitigar a exposição ao risco de capital, os investidores frequentemente recorrem a estratégias de gerenciamento de risco, como diversificação da carteira, uso prudente de alavancagem, análise cuidadosa do perfil de risco e horizonte de investimento, e monitoramento regular do mercado. Embora nenhum investimento esteja isento de riscos, uma abordagem equilibrada e cautelosa pode ajudar os investidores a proteger seu capital e alcançar seus objetivos financeiros a longo prazo.

Em relação aos investimentos no exterior, a grande novidade trazida pela Resolução CVM nº 175 foi a possibilidade de os fundos destinados ao público geral aplicarem até a totalidade de seu patrimônio em ativos financeiros no exterior, desde que cumpridos certos requisitos, que incluem gerenciamento de riscos e de liquidez, parâmetros de metodologia de cálculo para precificação de ativos, oferta ao público geral em sua jurisdição de origem e limites específicos para concentração de ativos.

A Instrução CVM nº 555 já previa a possibilidade de que fundos de investimento exclusivamente destinados a investidores qualificados pudessem aplicar a totalidade dos seus recursos no exterior. Contudo, a Resolução CVM nº 175, além de alterar os requisitos anteriormente previstos para essa categoria, também estendeu essa possibilidade aos fundos

destinados ao público geral.

Os requisitos para extrapolar o limite de aplicação em ativos financeiros no exterior em classes de cotas destinadas ao público geral são os mesmos impostos aos fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados, somados a um aparato específico determinado pelo § 2º do art. 43 do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175. Em detalhe, são os requisitos os mesmos estabelecidos para que o regulamento das classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados extrapole o limite de concentração em ativos no exterior, quais sejam, nos termos do § 1º do art. 43 do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175:

- I – a tipificação da classe seja preservada;
- II – o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:
  - a) o país em que foram emitidos;
  - b) se a sua gestão é ativa ou passiva;
  - c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;
  - d) o risco a que estão expostos; e
  - e) qualquer outra informação que julgue relevante; e
- III – no caso de aplicações em fundos de investimentos ou veículos de investimento no exterior, o gestor deve assegurar que os fundos e veículos investidos, seja por força de regulação exercida por supervisor local ou em virtude de sua documentação, estão sujeitos ao cumprimento dos seguintes requisitos:
  - a) obrigatoriedade de demonstrações financeiras auditadas por empresa de auditoria independente;
  - b) seus documentos devem ser aprovados pelo supervisor local ou mantidos à sua disposição e disponibilizados ao investidor;
  - c) periodicidade de cálculo do valor da cota que seja compatível com a liquidez da classe investidora;
  - d) regras sobre gestão de riscos, inclusive de liquidez, que tenham requisitos formais para o monitoramento, revisão e avaliações qualitativas e quantitativas;
  - e) princípios para precificação dos ativos e que a precificação seja feita por área segregada ou por terceiros habilitados;
  - f) regras para diversificação dos investimentos, limites de concentração por emissor ou alertas acerca do risco de eventual concentração, aplicáveis também aos ativos subjacentes, no caso de derivativos;
  - g) tratamento para venda a descoberto e exposição a risco de capital;
  - h) no caso de operações de balcão, que a contraparte associada seja instituição financeira regulada e supervisionada por supervisor local;
  - i) demonstração dos níveis de controle de risco, e a estrutura de governança dos fundos e veículos investidos, indicando o administrador, gestor, custodiante, demais prestadores de serviço, e suas respectivas funções;
  - j) evidenciação das remunerações, taxas e demais despesas; e
  - k) identificação dos fatores de riscos e as restrições de investimentos<sup>40</sup>.

Entende-se por venda a descoberto uma estratégia de investimento utilizada no mercado financeiro, na qual um investidor vende ativos financeiros que não possui em sua posse, com a

---

<sup>40</sup> Ibid.

expectativa de recomprá-los posteriormente a um preço mais baixo. Em outras palavras, é uma aposta na queda do preço de determinado ativo.

Essa estratégia é usada por investidores que acreditam que o preço de um ativo está supervalorizado frente ao seu preço justo, permitindo-lhes lucrar com a possível desvalorização do ativo. No entanto, a venda a descoberto também envolve riscos significativos, pois as perdas podem ser substanciais visto que envolve a subjetividade de acreditar que o preço do ativo está super ou subvalorizado. Uma vez que o movimento de mercado é oposto ao que se acreditava, evidencia-se perdas financeiras.

Os fundos destinados ao público em geral quando investindo em veículos de investimento no exterior, além de observar os requisitos estabelecidos no § 1º do art. 43 do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175, devem se assegurar de que tal veículo conte, entre outras coisas, com regras de concentração de ativos reconhecida e monitorada por supervisor local, regras que vedem o patrimônio líquido negativo ou que obriguem o cotista a aportar uma quantia maior do que o capital inicialmente comprometido, uma gestão adequada de liquidez, observando o prazo de resgate mínimo semanal.

## CONCLUSÃO

A partir da análise comparativa entre a Instrução CVM nº 555 e a Resolução CVM nº 175 conduzida no presente trabalho, foi possível identificar os avanços proporcionados pela Resolução CVM nº 175. Tal resolução busca modernizar e alinhar a regulação brasileira às melhores práticas internacionais, promovendo maior flexibilidade, segurança jurídica e proteção aos investidores.

Uma das inovações mais significativas da Resolução CVM nº 175 é a permissão para a criação de diferentes classes de cotas dentro de um mesmo fundo de investimento, com direitos e obrigações distintos, e a possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe. Essa medida proporciona maior flexibilidade na gestão dos fundos, permitindo a adaptação a diferentes perfis de investidores e estratégias de investimento. Ainda, a Resolução CVM nº 175 permite a possibilidade de criação de subclasses de cotas, diferenciadas por prazos e condições de aplicação, público-alvo, amortização e resgate, entre outros fatores, permitindo, assim, uma gestão mais eficiente e alinhada às necessidades específicas dos investidores.

Também é válido destacar a possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor de suas cotas trazida pela Resolução CVM nº 175, protegendo o patrimônio pessoal dos investidores de eventuais obrigações do fundo. Essa mudança traz maior segurança jurídica aos investidores e aproxima a regulação brasileira dos padrões internacionais.

Dessa maneira, a nova regulamentação reforça a proteção aos investidores ao exigir maior transparência e clareza nas informações fornecidas, bem como a adoção de melhores práticas de governança e gestão de riscos. Essas medidas visam aumentar a confiança dos investidores e garantir a integridade do mercado de capitais.

Apesar dos avanços, a implementação da Resolução CVM nº 175 apresenta desafios, como a necessidade de adaptação dos participantes do mercado às novas regras e a capacitação de gestores e administradores para operar dentro do novo marco regulatório. A CVM desempenha um papel crucial nesse processo, promovendo a educação continuada e a fiscalização rigorosa para assegurar a conformidade e a eficiência do mercado.

Ademais, a constante evolução do mercado financeiro e a dinâmica econômica global exigem que a regulação se mantenha flexível e adaptável, permitindo ajustes e melhorias contínuas. Nesse sentido, a Resolução CVM nº 175 representa um passo importante, mas não definitivo, na busca por um mercado de capitais mais robusto, competitivo e alinhado às melhores práticas internacionais.

Conclui-se, portanto, que a Resolução CVM nº 175 representa um marco significativo na regulação dos fundos de investimento no Brasil, trazendo inovações que promovem maior flexibilidade, segurança jurídica e proteção aos investidores. Ao mesmo tempo, impõe desafios que demandam a adaptação dos agentes de mercado e a atuação proativa da CVM. A análise comparativa realizada no presente trabalho evidencia que a nova regulamentação está alinhada com os objetivos de modernização e eficiência do mercado de capitais brasileiro, contribuindo para o desenvolvimento econômico e a atração de investimentos.

Esses avanços, em linha com as práticas de diferentes jurisdições e aliados à contínua supervisão e aprimoramento regulatório, são essenciais para consolidar um ambiente de investimentos saudável e confiável, capaz de fomentar o crescimento econômico sustentável e a inclusão financeira.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. Aspectos dos Fundos de Investimento. *In*: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.), **Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha**, Vol.3. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012.

ALEXANDRE, Leony. A Revolução dos Fundos: como a Resolução CVM 175 Redefine o Investimento no Brasil. *In*: L4 Capital Blog. Publicado em 26 de outubro de 2023. Disponível em: <https://www.l4capital.com.br/entendendo-resolucao-cvm-175-fundos-investimento-brasil/>. Acesso em: 30 mai. 2024.

BRANDÃO, Caio; SCHECHTMAN, David Casz; HANSZMANN, Filipe. Aspectos Gerais da Classificação dos Fundos de Investimento em Participações como Entidades de Investimento. The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation. *In*: HANSZMANN, Felipe (Org.), **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**, Vol. III. Rio de Janeiro: Lumem Juris, 2018.

BRASIL, Comissão de Valores Imobiliários. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. Resolução CVM 30. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 12 de maio de 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 26 mar. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Regulamenta a atividade de gestão de recursos de terceiros no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, de 23 de dezembro de 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 30 mai. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Regulamenta a atividade de gestão de recursos de terceiros no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, de 31 de março de 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>. Acesso em: 30 mai. 2024.

BRASIL. Lei nº 10.406. Institui o Código Civil, de 10 de janeiro de 2002. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 11 de janeiro de 2002. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm#direitosucessao). Acesso em: 09 jun. 2024.

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de

1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 20 de setembro de 2019. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/lei/113874.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/113874.htm). BRASIL. Lei nº 6.385. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, de 7 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília, DF, 9 de dezembro de 1976. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm). Acesso em: 09 jun. 2024.

CEREZETTI, Sheila C. Neder; YAMAJI, Crisleine Barboza; LIMA, Thaís Vieira. Fundos de investimento: Funções, natureza jurídica e distinções com outros institutos jurídicos. In: KUYVEN, Fernando (org.). **Direito dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, setembro 2023.

CHEDIAK, Julian, A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge, **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

DIAS, Luciana. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. In: HANSZMANN, Felipe (Org.) **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais**, Vol. IV, Rio de Janeiro, Lumem Juris, 2019.

DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2017.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Limited Liability Company Act**, de 16 de maio de 2024. Estado de Delaware. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title6/c018/index.html>. Acesso em 05 abr. 2024.

ILHAS CAYMAN. **Companies Act**. Supplement No. 3 published with Legislation Gazette No. 1 dated 12th January, 2023. Disponível em: [https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/1961/1961-0003/CompaniesAct\\_2023%20Revision.pdf](https://legislation.gov.ky/cms/images/LEGISLATION/PRINCIPAL/1961/1961-0003/CompaniesAct_2023%20Revision.pdf). Acesso em: 05 abr. 2024.

KUYVEN, Fernando. **Direito dos Fundos de Investimentos**. 1ª Edição. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, setembro 2023.

MORLEY, John, The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, **The Yale Law Journal**, Vol. 123, N. 5, 2014.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

SMITH, ADAM (1776). **A Riqueza das Nações**. Coleção Os Economistas. São Paulo: Editora Nova Cultura. 1996.

YAZBEK, Otávio. A Lei nº 13.874/2019 e os fundos de investimento. *In*: SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coords.). **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no direito brasileiro**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.