

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 32**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**Janeiro / Junho de 2023**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

**EDITORES:** Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

**CONSELHO EDITORIAL:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bon (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

**CONSELHO EXECUTIVO:** Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) – Coordenadores. Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant’Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Doutora, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

**PARECERISTAS DESTE NÚMERO:** Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, UFJF, Brasil), Fabrício de Souza Oliveira (Doutor, UFJF, Brasil), Fernanda Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Filipe Medon (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Branco (Doutor, UFRS, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Marcelo de Andrade Féres (Doutor, UFMG, Brasil), Marcelo Lauar Leite (Doutor, UFERSA, Brasil), Rafael Vieira de Andrade de Sá (Mestre, FGV-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Ricardo Villela Mafra Alves da Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Rodrigo da Guia Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Vitor Butruce (Doutor, UERJ, Brasil) e Uinie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil).

**Contato:** Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: [rsde@rsde.com.br](mailto:rsde@rsde.com.br) ou [conselho.executivo@rsde.com.br](mailto:conselho.executivo@rsde.com.br). Telefone (21) 3479-6100.

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — n° 32 (janeiro/junho 2023)  
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ  
Campinho Advogados  
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---



Obra Licenciada em Creative Commons  
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento  
pela mesma Licença

# LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA E A REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO<sup>1</sup>

## ECONOMIC FREEDOM LAW AND THE REGULATION OF INVESTMENT FUNDS

*Maria Lucia Perez Ferres Zakia\**  
*José Roberto Pimenta de Oliveira\*\**

*Resumo:* A Lei de Liberdade Econômica apresenta o ambicioso objetivo de criar uma norma geral de Direito Econômico, fixando normas de interpretação, princípios próprios, direitos dos agentes econômicos, garantias da livre iniciativa e regras de edição de normas atreladas à prévios estudos de impactos regulatórios, além de promover alterações pontuais em institutos de direito privado, como: desconsideração da personalidade jurídica, função social do contrato, interpretação dos contratos interempresariais e, finalmente, legisla, de forma inédita, sobre fundos de investimentos. A partir de uma análise da “Constituição Econômica Brasileira”, conclui-se pela constitucionalidade material da Lei 13.874/2019 e passa-se à análise pontual do artigo 7º da Lei de Liberdade Econômica que introduziu os artigos 1.368-C à 1.368-F no Código Civil, relativos aos fundos de investimen-

---

1 Artigo recebido em 01.09.2022 e aceito em 24.03.2023.

\* Doutoranda em Direito do Estado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUCSP, Mestre em Filosofia do Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUCSP, graduada em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de Campinas - PUC-Campinas e graduada em Ciências Sociais e Políticas pela Universidade Estadual de Campinas - PUC-Campinas. Membro do Instituto de Direito Administrativo Sancionador Brasileiro (IDASAN) e Advogada. E-mail: lucia@ferresadv.com.br

\*\* Doutor e mestre em Direito do Estado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUCSP. Professor de Direito Administrativo da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUCSP, dos Cursos de Graduação e Pós-graduação em Direito. Líder do Grupo de Pesquisa Direito e Corrupção - PUCSP-CNPQ. Presidente do Instituto de Direito Administrativo Sancionador Brasileiro - IDASAN. Procurador Regional da República na 3ª Região, titular do 2º Ofício do Núcleo Criminal da PRR da 3ª Região (MPF). E-mail: joseoliveira@mpf.mp.br

to, introduzidos pela Lei e seus respectivos impactos no mercado de capitais. Posteriormente, analisa-se o denominado “*sandbox*” regulatório, introduzido no artigo 3º, inciso VII da Lei 13.874/2019 e seus impactos no mercado financeiro e de capitais, como instrumento do regulador para lidar com as inovações e tecnologias emergentes no setor. Conclui-se pelo complexo desafio criado para a CVM decorrente das diversas disposições introduzidas pela Lei 13.874/2019 que impactam diretamente na regulação do mercado de capitais.

*Palavras-chave:* Lei de Liberdade Econômica. Constituição Econômica Brasileira. Regulação Estatal. Fundos de Investimento. *Sandbox Regulatório*.

*Abstract:* The Economic Freedom Act has the ambitious objective of creating a general rule of Economic Law, establishing rules of interpretation, its own principles, rights of economic agents, guarantees of free enterprise and rules for editing rules linked to previous studies of regulatory impacts, in addition to promote specific changes in private law institutes, such as: disregard of legal personality, social function of the contract, interpretation of inter-company contracts and, finally, legislates, in an unprecedented way, on investment funds. From an analysis of the "Brazilian Economic Constitution", it is concluded by the material constitutionality of Law 13.874/2019 and proceeds to the specific analysis of article 7 of the Economic Freedom Law that introduced articles 1.368-C to 1.368-F in the Civil Code, relating to investment funds, introduced by the Law and their respective impacts on the capital market. Subsequently, the so-called regulatory sandbox, introduced in article 3, item VII of Law 13.874/2019, and its impacts on the financial and capital markets, as a regulatory instrument to deal with innovations and emerging technologies in the sector, is analyzed. It concludes with the complex challenge created for the CVM arising from the various provisions introduced by Law 13,874/2019 that directly impact the regulation of the capital market.

*Keywords:* Economic Freedom Act. Brazilian Economic Constitution. State Regulation. Investment Funds. Regulatory Sandbox.

## Introdução.

A Lei de Liberdade Econômica, Lei 13.874/2019, publicada em 20 de setembro de 2020, decorrente da conversão em Lei da Medida Provisória n.º 881, editada em 30 de abril de 2020, tem como objeto expresso regulamentar os artigos 170, parágrafo único, e 174 da Constituição Federal, bem assim apresenta o ambicioso objetivo de criar uma norma geral de Direito Econômico, fixando normas de interpretação, princípios próprios, direitos dos agentes econômicos, garantias da livre iniciativa e regras de edição de normas atreladas à prévios estudos de impacto regulatório, além de promover alterações pontuais em institutos de direito privado, como: desconsideração da personalidade jurídica, função social do contrato, interpretação dos contratos interempresariais e, finalmente, legislar sobre fundos de investimentos.<sup>2</sup>

Paralelamente, a Lei 13.874/2019 inaugurou o chamado “*sandbox*” regulatório no artigo 3º, inciso VII, instituto que, conforme Banco Central do Brasil constitui ambiente em que entidades são autorizadas pelos reguladores para testar, por período determinado, projeto inovador nas respectivas áreas, observando um conjunto específico de disposições regulamentares que amparam a realização controlada e delimitada de suas atividades.<sup>3</sup>

Em 13 de junho de 2019, foi publicado Comunicado Conjunto da Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia, do Banco Central, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), tornando pública a intenção de implantar um modelo de *sandbox* regulatório no Brasil, como resposta à constante inovação tecnológica nos segmentos financeiro,

---

2 SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Boas, FRAZÃO, Ana. *Lei de Liberdade Econômica e seus Impactos no Direito Brasileiro*. 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020. p. 5.

3 BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sandbox* Regulatório. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>. Acesso em 31 ago. 2022.

de capitais e securitário, incluindo *distributed ledger technology* – DLT, *blockchain*, *roboadvisors* e inteligência artificial,<sup>4</sup> permitindo o surgimento de novos modelos de negócio, com reflexos na oferta de novos produtos e novos serviços, com maior qualidade e alcance. As três entidades reguladoras, BACEN, CVM e SUSEP tornaram a intenção em realidade, não só regulamentando o *sandboxe* regulatório, como já implementaram a primeira fase da proposta com a habilitação formal de empresas aos respectivos programas.

Diante essa nova realidade legislativa e contextual, cabe ao regulador do mercado de capitais, questionar-se como absorver as demandas típicas do mercado de capitais, compostas: (i) pela introdução de legislação específica e inédita sobre fundos de investimento, antes matéria regulada estritamente via Instrução Normativa do Regulador CVM, alterando conteúdo e dinâmica legislativa; (ii) pelo aumento exponencial do número de investidores não qualificados, (iii) pela necessidade de proporcionar um ambiente seguro e sustentável para investidores e demais participantes do mercado de capitais; (iv) pela necessidade de propiciar um ambiente que possibilite o desenvolvimento das inovações constantes típicas do mercado de capitais (em infraestrutura de tecnologia, estrutura jurídica, acarretando em novos produtos, novos serviços e novos ambientes de negociação), garantindo um ambiente de segurança jurídica (adequando as reformas na legislação às regulações de ordem técnica do setor), à luz da ideologia da Lei de Liberdade Econômica que garante a livre iniciativa, incentivo ao empreendedorismo e inovação com vistas ao crescimento econômico?

Para debate dessa problemática, segue-se a esta breve Introdução o Capítulo 1, no qual se analisa, de forma breve, o objeto e o objetivo da Lei de Liberdade Econômica, com especial destaque para

---

4 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comunicado Conjunto Ministério da Economia, Banco Central, CVM e Susep: divulga ação coordenada para implantação de regime de sandbox regulatório nos mercados financeiro, securitário e de capitais brasileiros, 13 jun. 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/16776/nota>. Acesso em: 31 ago. 2022.



o conteúdo ideológico, principiológico e interpretativo da Lei, que reforça o Direito de Liberdade Econômica dos participantes do mercado, com vistas a proteger a livre iniciativa, propiciar um ambiente que permita a inovação e garantir um ambiente jurídico de segurança aos empreendedores, ratificando o respeito pela autonomia privada e pela função social dos contratos, reforçando os limites da proteção patrimonial da pessoa jurídica, e, finalmente, ao legislar sobre a natureza jurídica e regras aplicáveis aos fundos de investimento.

Com a finalidade de analisar a constitucionalidade da Lei de Liberdade Econômica, o Capítulo 2 dedica-se a tratar brevemente sobre o conceito de “Constituição Econômica”, seguido do Capítulo 3, que trata sobre a “Constituição Econômica Brasileira” e, por fim, no Capítulo 4 se avalia diretamente a constitucionalidade material da Lei de Liberdade Econômica a partir do que se pode entender pelo conceito de “Constituição Econômica Brasileira”.

O Capítulo 5 dedica-se a análise pontual dos artigos 1.368-C à 1.368-F do Código Civil introduzidos pela Lei de Liberdade Econômica, bem assim apresenta o atual estágio em que se encontram os trabalhos do regulador CVM e as expectativas dos participantes do mercado de capitais, com relação à regulamentação necessária das alterações legislativas correspondentes ao fundo de investimento.

Finalmente, ao longo do Capítulo 6, analisa-se o que se denomina por “*sandbox* regulatório”, introduzido pelo artigo 3º, inciso VII da Lei 13.784/2019, e os respectivos impactos para o regulador do mercado financeiro e de capitais.

Na Conclusão, a partir da análise da Lei 13.874/2019, frisa-se que os desafios impostos ao regulador do mercado de capitais mostram-se amplos na medida em que se lhe impõe, nesta fase de grande expectativa de regulação dos artigos 1.368-C à 1.368-F do Código Civil, introduzidos pela Lei 13.874/2019, um olhar prognóstico e observador do mercado de capitais, ao mesmo tempo que se lhe espera uma atividade regulatória que mitigue riscos, corrija falhas de mercado, proteja investidores, permita a inovação e a ampliação do merca-

do em perspectiva de aprofundamento e alargamento<sup>5</sup> para propiciar o crescimento econômico do país.

## **1. Breve análise do objeto e objetivo da Lei de Liberdade Econômica.**

Em 20 de setembro de 2020, foi publicada a Lei n.º 13.874/2019, denominada de Lei de Liberdade Econômica, a partir da conversão da Medida Provisória n.º 881 de 30 de abril de 2019 em Lei.

A Lei de Liberdade Econômica tem como objeto expresso regulamentar os artigos 170, parágrafo único, e 174 da Constituição Federal, bem assim apresenta o ambicioso objetivo de criar uma norma geral de direito econômico exibindo normas de interpretação, princípios próprios, direitos dos agentes econômicos, garantias da livre iniciativa e regras de edição de normas atreladas à prévios resultados em estudos de impacto regulatório, além de promover alterações pontuais em institutos de direito privado, como: desconsideração da personalidade jurídica, função social do contrato, interpretação dos contratos interempresariais e, finalmente, apresenta, de forma inédita, no Código Civil, as regras gerais relacionadas aos fundos de investimentos.<sup>6</sup>

Já no artigo 1º, a Lei 13.874/2019 estabelece um vetor interpretativo nas relações jurídicas de Direito Civil, Empresarial, Econômico, Urbanístico à luz do Direito de Liberdade Econômica, e, no respectivo artigo 2º, define os princípios da liberdade econômica.

---

5 “Em relação ao desenvolvimento financeiro há dois conceitos importantes: o aprofundamento e o alargamento do mercado, que, na língua inglesa, são conhecidos respectivamente por *deepening* e *broadening*. Aprofundamento refere-se ao aumento dos ativos financeiros, como percentagem do PIB, enquanto alargamento consiste no aumento do número de variedade de participantes e instrumentos de mercado financeiro.” ANDREZO, Andrea Fernandes. LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais*. 2ª ed. São Paulo: Thomson Learning, p. 13.

6 SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Boas, FRAZÃO, Ana, *Op. Cit.*, p. 5.

Posteriormente, no artigo 3º da Lei 13.874/2019, definem-se os direitos da pessoa natural ou jurídica essenciais ao desenvolvimento e crescimento econômico do país, seguido pelo artigo 4º, no qual restam elencadas as garantias da livre iniciativa, destacando-se a fixação de limites ao poder regulatório estatal mediante a definição do que seriam os “abusos do poder regulatório”.

Finalmente, o artigo 5º da Lei 13.874/2019 pretende vincular as propostas e alterações de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, à realização de análises de estudo de impacto regulatório que contenham informações e dados sobre os possíveis efeitos dos atos normativos visando avaliar a razoabilidade do respectivo impacto econômico.

Grande debate formou-se, especialmente, em torno do objetivo da Lei de Liberdade Econômica em criar uma norma geral de direito econômico via edição de lei ordinária, questionando sua constitucionalidade sob as óticas formal e material.<sup>7</sup>

## **2. Constituição Econômica Brasileira.**

A expressão “Constituição Econômica” surgiu na Alemanha pós Primeira Guerra Mundial, em período de grande turbulência política, social e econômica, contexto em que “as normas se despiram de seus atributos passivos (típico do Liberal Estado de Polícia) e pas-

---

7 Em vista de objetivos tão ambiciosos, não causa estranheza que a pretensão de criar norma geral de direito econômico por meio de legislação ordinária provoque, desde logo, indagações a respeito da constitucionalidade formal e material da nova lei. Formalmente, coloca-se a questão da hierarquia normativa. No plano material, de modo mais instigante, surge o tema da mutação e da mutabilidade da ordem constitucional econômica, no qual se procurava, com base na teoria decisionista de Carl Schmitt, consagrar no modelo econômico liberal como formal e materialmente correto. CUEVA, Ricardo Villas Boas. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no direito brasileiro*. In: SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p. 6.

saram a contemplar a interação ativa do Estado no cenário econômico”.<sup>8</sup>

A partir do final do século XIX intensificou-se o vínculo do Estado com a economia, em cenário ideológico liberal, no qual o domínio econômico era tido como próprio ao setor privado. Neste contexto, se sobressaíram os abusos por parte do setor privado com relação aos direitos sociais, aos direitos dos trabalhadores, à exploração econômica, contexto que exigiu a intervenção do Estado nas relações econômicas.

As diretrizes políticas tornaram-se carregadas de deveres econômicos, num grau ascendente: já não mais bastavam as previsões normativas liberais de um Direito Civil ou um Direito Comercial. As relações que se punham exigiam uma normatividade de hierarquia superior e os textos constitucionais passaram a prever um feixe normativo específico, que a doutrina convencionou de denominar de “Constituição Econômica”.<sup>9</sup>

As leis liberais previam a intervenção mínima do Estado e não se mostraram eficazes para regular a postura econômica do Estado proativo e interventivo. “O Direito Público passou a regular essa interação entre o político e o econômico”.<sup>10</sup> Surgiam textos constitucionais carregados de dispositivos expressos relacionados à Ordem Econômica. “A natureza da relação Estado-economia é alçada à institucionalização hierárquica superior nos respectivos textos constitucionais, fazendo parte essencial da ideia que se tem de próprio Estado”.<sup>11</sup>

---

8 MOREIRA, Egon Bockmann. O Direito Administrativo da Economia e a Atividade Interventiva do Estado Brasileiro. In: CUELLAR, Leila; MOREIRA, Egon Bockmann (Coord). *Estudos de Direito Econômico*. Belo Horizonte: Fórum. 2010, p. 157.

9 *Idem*.

10 *Idem*.

11 *Ibidem*, p. 158.

A partir daqui muitos conceitos foram trabalhados para a expressão “Constituição Econômica”,<sup>12</sup> entre os quais destaca-se a definição de Gomes Canotilho,<sup>13</sup> como: “o conjunto de disposições constitucionais, regras e princípios, que dizem respeito à conformação da ordem fundamental da economia”; bem assim o conceito de Vital Moreira:

Conjunto de preceitos e instituições jurídicas que, garantido os elementos definidores de um determinado sistema econômico, institui uma determinada forma de organização e funcionamento e constitui, por isso mesmo, uma determinada ordem econômica.<sup>14</sup>

A teoria da Constituição Econômica está ligada à reflexão sobre a adoção ou não de um modelo econômico constitucional por determinado Estado,<sup>15</sup> ou seja: ligada à análise sobre a existência de determinadas regras constitucionais econômicas que estabelecem

---

12 Para Sabino Cassese, a expressão “Constituição Econômica” abrange três significados. O primeiro sentido remete aos dispositivos formais da Constituição que se relacionam com a economia, bem assim outras normas que, embora veiculadas por meio de lei ordinária, apresentam relevância constitucional, como, por exemplo: a lei antitruste e a lei de privatização de empresas públicas. O segundo significado é a acepção do termo “constituição econômica” como o conjunto de institutos que, mesmo fazendo parte do direito, não pertencem necessariamente à constituição escrita. Por fim, a terceira acepção remete ao direito vivo que relaciona direito e economia. CASSESE, Sabino. *La nuova costituzione economica*. Bari: Editora Laterza, 2017. p. 3-5.

13 CANOTILHO, Gomes. *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*. 5.<sup>a</sup> Ed. Coimbra: Almedina, 2002. p. 343.

14 MOREIRA, Vital. *Economia e Constituição*. Coimbra: FDUC, 1970. p. 152.

15 No seu nascedouro, a teoria da Constituição econômica representava um verdadeiro esforço da Economia Política em compreender a unidade dos elementos econômicos criados pelo capitalismo, e configurar esse modelo econômico como “correto”. CYRINO, André. A Constituição Econômica e a Lei n.º 13.874/2019. In: SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p. 199.

uma realidade econômica para aquele determinado Estado e designam a formatação dos modos de atuação deste Estado.<sup>16</sup>

Assim, o termo “Constituição Econômica” de um Estado determinaria a decisão política tomada pelo Poder Constituinte sobre o modelo econômico daquela sociedade que pode representar o reconhecimento de uma determinada ordem já existente (mundo do ser) ou que pretende transformar a realidade existente (mundo do dever ser).<sup>17</sup>

No Brasil, a origem do desenvolvimento do conteúdo contido no termo “Constituição Econômica” é relacionada à uma concepção social de Estado, revelando uma decisão sobre o modelo econômico de vertente social, em uma Constituição de caráter dirigente das ações estatais legislativas, executivas e judiciais (contrapondo-se à vertente liberal). Todavia, há quem sustente que a Constituição Federal Brasileira não adotou decisão sobre o modelo econômico estatal, apenas estabeleceu diretrizes amplas a respeito, o qual será definido pelo legislador e pelos administradores, que deverão seguir as largas balizas fixadas pela Constituição.

Enquanto a Constituição dirigente pode ser acusada de antidemocrática na medida em que esvazia o espaço de escolha das maiorias, impedindo que as diretrizes econômicas se adaptem às novas conjunturas, vinculando gerações futuras a projetos econômicos e sociais passados, a Constituição democrática pode ser acusada de negligenciar a ideia de uma norma jurídica suprema, contentando-se, tão somente, em estabelecer regras para permitir a interação democrática das instituições.

Na Constituição Federal de 1988, nota-se o antagonismo de normas informadas por valores opostos, movimentos típicos da democracia e do pluralismo partidário, o que se justifica pelas diferentes

---

16 *Ibidem*, p. 198.

17 *Ibidem*, p. 200.

forças políticas, sociais e econômicas que precederam os debates na assembleia constituinte, traduzindo-se na existência de normas que consagram, simultaneamente: valores sociais do trabalho (artigos 7º e 170 da Constituição Federal) e o princípio da livre iniciativa (artigos 1º, inciso IV e 170 da Constituição Federal), a proteção à propriedade privada (artigo 5º, inciso XXII e XXIII da Constituição Federal) e a função social da propriedade (artigo 170, incisos II e III da Constituição Federal), dentre outros diversos exemplos.

A ideia de que a Constituição Federal de 1988 tenha adotado uma determinada ideologia com um sentido econômico específico parece afastada da própria racionalidade que a criou. Causaria estranheza a conclusão pela adoção de um determinado sentido econômico específico pela Constituição de 1988, exatamente em razão de ser ela o resultado de um processo que acomodou forças contrapostas, que abarcou valores e princípios antagônicos entre si, os quais cabe ao aplicador da norma e ao intérprete conformar no caso em concreto.

Assim, nos parece que a expressão “Constituição Econômica” no âmbito da ordem constitucional de 1988, merece ser interpretada como fruto da própria racionalidade antagônica que caracterizou a constituinte, abarcando direitos relativos à liberdades econômicas, ao mesmo tempo que abarca deveres de intervenção do Estado na economia, traduzida em normas abertas que delegam aos agentes públicos, eleitos democraticamente e em cada contexto histórico-social, a escolha de modelos variados ou formas de organizar a agenda e vida econômica estatal, com maior ou grau de protagonismo do Estado.<sup>18</sup>

Assim, percebe-se alguma fluidez ideológica na definição dos modelos de relação do Estado com a economia e com a sociedade através do tempo, consolidadas em alterações na própria redação da Constituição.

---

18 *Ibidem*, p. 204.

Segundo André Cyrino, a redação original da Constituição de 1988 pende para um compromisso interventivo estatal, com maior protagonismo do Estado. A partir da década de 1990, fruto do contexto político, econômico e social, após emendas constitucionais e reformas legislativas, emerge o Estado Regulador; seguido de um terceiro momento caracterizado pela crise financeira iniciada nos Estados Unidos em 2008, que caracteriza movimentos políticos tendentes a restabelecer um capitalismo de Estado.<sup>19</sup>

Seja como for, a partir da positivação da Ordem Jurídica Econômica no texto constitucional, o sistema econômico e o funcionamento do mercado respectivo não se definem livremente, o Direito passa a estabelecer a estrutura e o funcionamento dos bens, do poder e das relações econômicas.<sup>20</sup>

Isso não significa, reiterar-se, uma integração do Estado-economia (nem uma desintegração Estado-economia). As Constituições regulam as respectivas Ordens Jurídicas Econômicas, as quais, ao seu tempo, positivam determinados sistemas econômicos (o tipo de economia, caracterizado pelo conjunto de elementos ordenados unitariamente e dotado de certa estabilidade). É da essência dos sistema capitalista a separação conceitual entre o Estado e a atividade econômica, a ser exercitada nos estreitos limites impostos pelo Direito.<sup>21</sup>

### **3. A Constitucionalidade material da Lei de Liberdade Econômica.**

Após a promulgação da Lei de Liberdade Econômica muito se

---

<sup>19</sup> *Ibidem*, p. 77 e ss.

<sup>20</sup> MOREIRA, Egon Bockmann (2010), *Op. Cit.*, p. 159.

<sup>21</sup> *Ibidem*, p. 159.



debate sobre sua constitucionalidade material, a partir do argumento de que teria se sobreposto à própria Constituição, ao pretender limitar a prerrogativa estatal de regular e intervir na economia e ao fixar como princípio da Ordem Econômica a intervenção mínima e excepcional estatal sobre a atividade econômica.<sup>22</sup>

Afirma-se que haveria um suposto desvirtuamento da Constituição Econômica Brasileira, ou seja: da Ordem Econômica Constitucional Brasileira, em especial, para aqueles que se alinham à perspectiva de que a Constituição de 1988 teria adotado uma concepção social de Estado, estática, revelando-se ideologicamente atrelada a um modelo econômico de vertente social, fruto de uma Constituição de caráter dirigente das ações estatais legislativas, executivas e judiciais.

Para fins de análise sobre a constitucionalidade material da Lei de Liberdade Econômica, sob a perspectiva da violação ou não do que seria a Constituição Econômica Brasileira, é preciso então, como pressuposto, analisar em que consiste a Constituição Econômica Brasileira.

O artigo 170 da Constituição Federal elenca como valores da ordem econômica: valorização do trabalho humano, livre iniciativa e existência digna, e, como princípios: soberania nacional, propriedade privada, função social da propriedade, livre concorrência, defesa do consumidor, defesa do meio ambiente, redução das desigualdades regionais e sociais, busca do pleno emprego, tratamento favorecido para empresas de pequeno porte.

Ora, se muitos dos valores fundamentais são, a primeira vista, antagônicos entre si, é evidente que dependerá do debate político no âmbito das democracias constitucionais contemporâneas eleger quais valores fundamentais serão priorizados em determinado contexto histórico, social, político e econômico, por determinado Estado.

---

22 CYRINO, André, *Op. Cit.*, p. 205.

Por outro lado, resta evidente que a prevalência *a priori*, de qualquer valor constitucional, em detrimento a outro, pode levar ao próprio aniquilamento deste outro valor. “Excesso de dirigismo social implica em esvaziamento de liberdade por incremento do intervencionismo. Exagero na noção de decisionismo liberal implica graves efeitos colaterais aos mais fracos e desigualdades.”<sup>23</sup>

Sob essa perspectiva, é possível concluir que a Lei de Liberdade Econômica decorre de um contexto político em que, declaradamente, o legislador busca estratégias de coordenação do valor liberdade, à exploração da atividade econômica, fixando diretrizes no âmbito econômico, com a finalidade de estimular o desenvolvimento de atividades econômicas esperando, como resultado, o crescimento do produto interno bruto brasileiro, propiciar um ambiente para a inovação, geração de empregos e de renda, ou seja, meio indireto para atender às demandas fins de cunho social.<sup>24</sup>

Significativa corrente de pesquisadores aponta, inclusive, que o modelo de intervenção subsidiária do Estado na economia é inerente à ordem constitucional brasileira<sup>25</sup> e, se existe um comando de intervenção proporcional do Estado, são paralelamente necessários comandos que norteiem os limites dessa intervenção, fundamentados não na restrição da liberdade de empreender por si só, mas na necessidade de frear ou mitigar as eventuais externalidades com reflexos

---

23 CYRINO, André, *Op. Cit.*, p. 206.

24 BRASIL. *Exposição de Motivos da Medida Provisória n.º 881*, de 30 de abril de 2019. Disponível: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaodemotivos-157846-pe.html>. Acesso em 16 ago. 2022.

25 Neste sentido: TORRES, Silva Faber. *O Princípio da Subsidiariedade no Direito Público Contemporâneo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; MENDONÇA, José Vicente Santos de; “Fundamentação e Fundamentalismo na Interpretação do Princípio Constitucional da Livre Iniciativa”. In: SARMENTO, Daniel; SOUZA NETO, Cláudio Pereira de (Coords.). *A Constitucionalização do Direito: fundamentos teóricos e aplicações específicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007, p. 709-742. ARAGÃO, Alexandre Santos de. O Princípio da Proporcionalidade no Direito Econômico. *Revista de Direito da Procuradoria-Geral do Estado do Rio de Janeiro*, Rio de Janeiro, n. 1, v. 1, p. 137-174, p. 74-76.

sociais e econômicos que possam advir do exercício da liberdade de empreender.

Especificamente com relação à atividade regulatória estatal, a Lei de Liberdade Econômica justifica-se, nos itens 12 e 13 da Exposição de Motivos da Medida Provisória n.º 881 de 30 de abril de 2019, nos termos que seguem:

12. A presente proposta versa também sobre o ambiente regulatório sob dois prismas. Primeira-mente, no art. 4º, se estabeleceram requisitos objetivos, agora previstos em lei, que visam garantir que o exercício regulador pelo Estado, conforme determina o art. 174 da Constituição Federal, não atuará em sentido contrário à liberdade econômica.

13. No aperfeiçoamento de normas, estabelecesse a obrigatoriedade de, quando alcançados determinados critérios, a edição de uma regulação que limita a liberdade do cidadão será precedida por Análise de Impacto Regulatório, que consiste em um processo sistemático baseado em evidências, que busca avaliar a partir da definição de um problema, os possíveis impactos das alternativas de ação disponíveis para o alcance dos objetivos pretendidos.<sup>26</sup>

No sentido da suposta limitação do poder regulatório prevista no art. 4º da Lei de Liberdade Econômica, Celso Fernando Campilongo posiciona-se no sentido de que “A Lei de Liberdade Econômica funciona mais como um elenco de princípios do que como uma ferramenta de procedimentalização e controle de abusos de regulado-

---

26 BRASIL, *Op. Cit.* Disponível: [https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medida-provisoria-881-30-abril-2019-788037\\_exposicaodemotivos-157846-pe.html](https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medida-provisoria-881-30-abril-2019-788037_exposicaodemotivos-157846-pe.html). Acesso em 16 ago. 2022.

res”.<sup>27</sup> Para o autor, a Lei 13.874/2019 deve ser interpretada como garantia da liberdade econômica e como instrumento para estabilizar as liberdades de mercado.

#### **4. Regulação dos Fundos de Investimentos pela Lei de Liberdade Econômica.**

O objetivo precípua do fundo de investimento é o de propiciar o acesso ao mercado através do investimento coletivo, além de poder possibilitar a estruturação de operações mais complexas de captação (via os denominados fundos estruturados).<sup>28</sup>

Todavia, o regime jurídico dos fundos de investimento, no Brasil, sempre foi indefinido. O desenvolvimento do instituto ocorreu de fato e foi regulado por órgão da administração pública, primeiro Banco Central e, a partir de 2001, via instruções normativas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários.<sup>29-30</sup>

---

27 CAMPILONGO, Celso Fernandes. Lei de Liberdade Econômica, Concorrência e Abuso do Poder Regulatório. In: SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p. 393.

28 A nomenclatura “fundos estruturados” corresponde ao gênero no qual se apresentam as espécies: fundos imobiliários, fundos de direitos creditórios e fundos de participações. Assim, os fundos estruturados abrangem uma variedade ativos, desde imóveis até crédito inadimplente de financeiras e participação em *startups*. Os fundos de investimento devem seguir as instruções 356, 398, 444, 472, 578 e 579 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), além das diretrizes do Código ABVCAP-ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE.

29 Decorrente da reforma da Lei n.º 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, decorrente da edição da Lei n.º 10.303/2001.

30 Atualmente, a regulação vigente e geral relativa aos fundos de investimento repousa na Instrução Normativa CVM n.º 555/2014 que sucedeu a Instrução Normativa CVM n.º 409/2004, e na Instrução Normativa CVM n.º 558/2015 que trata das atividades do administrador de carteiras de valores mobiliários (administrador e gestor). Todavia, paralelamente, contamos com a regulamentação de fundos específicos: (i) Instrução CVM n.º 356/2001 (alterada pelas Instruções CVM n.º 393/03, 435/06, 442/06, 446/06, 458/07, 484/10, 489/10, 498/11, 510/11, 531/13,

A Lei n.º 4.728/1965, no artigo 49, inciso II e artigo 50, refere-se à natureza de condomínio dos fundos de investimento,<sup>31</sup> classificação problemática porque não permite ajustes necessários decorrentes da especificidade das obrigações, responsabilidades e direitos dos cotistas dos fundos de investimento.

Em decorrência da complexificação das estruturas de mercado identificadas como fundos de investimentos e com a multiplicação de prestadores de serviços diferentes, como administradores fiduciários, gestores, entre outros, entendeu-se necessário tratar por lei (e não mera instrução normativa) sobre a responsabilidades e direitos dos quotistas e dos prestadores de serviços respectivos.

Ademais, mostram-se cada vez mais comuns os litígios envolvendo fundos de investimento, sobretudo relacionados aos fundos estruturados, geralmente destinados à investidores profissionais<sup>32</sup> ou qualificados.<sup>33</sup>

---

554/14, 558/15, 609/19 e 615/19), que regula os Fundos de Investimentos de Direitos Creditórios (FIDC), veículos que se destinam a implementar a securitização de recebíveis; (ii) Instrução CVM n.º 444/2006 (alterada pela Instrução CVM n.º 554/2014) que regula os Fundos de Investimentos de Direitos Creditórios não Padronizados (FIDC-NP), de acesso mais restrito que o FIDC; (iii) Instrução CVM n.º 578/2016 (alterada pelas Instruções CVM n.º 589/17, 604/18, 609/19 E 615/19) que regulam os Fundos de Investimentos em Participação (FIP) de *private equity* e *venture capital*; (iv) Instrução CVM n.º 472/2008 (alterada pelas Instruções CVM n.º 78/09, 498/11, 517/11, 528/12, 554/14, 571/15, 580/16, 604/18, 609/19 E 615/19), que regula os Fundos Imobiliários (FII).

31 Excetuado o fundo de investimento Imobiliário cuja Lei n.º 8.668/1993 lhe prevê um regime próprio e específico, incluindo, ainda a limitação de responsabilidade dos quotistas às quotas adquiridas (art. 13, inciso II), bem assim estabeleceu que as quotas dos fundos imobiliários teriam natureza jurídica de valores mobiliários, atraindo a competência da CVM para regulação dos fundos imobiliários (art. 3º). A legislação, todavia, é criticada por Otávio Yazbek por ter criado um regime tão detalhado que impediu as evoluções necessárias no setor. YAZBEK, Otávio. A Lei n.º 13.874/2019 e os Fundos de Investimento. *In: SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana. Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p.562.

32 Na forma do art. 9º-A, inciso II da Instrução CVM n.º 539, de 13 de novembro de 2013, são considerados investidores profissionais, além dos investidores institucionais: “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 pro-

Neste cenário, como medida para contribuir para propiciar segurança jurídica ao setor de mercado de capitais, entendeu-se por bem definir, por lei, diretrizes sobre natureza jurídica, responsabilidade de cotistas e prestadores de serviços, classes de cotas, dentre outras alterações sobre os fundos de investimento, o que se fez mediante introdução do art. 7º da Lei de Liberdade Econômica que introduziu os artigos 1.368-C à 1.368-F no Código Civil.

A Lei de Liberdade Econômica introduziu o artigo 1.368-C no Código Civil e definiu o conceito, natureza jurídica e finalidade dos fundos de Investimento como “comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinada a aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”.

Segundo Otávio Yazbek, a definição legal de fundos de investimento enfatiza a “natureza de comunhão de recursos, que remete a uma universalidade patrimonial separada”<sup>34</sup> e, ainda, “define a forma de detenção daqueles recursos, que se dá por meio de condomínio.”<sup>35</sup> Todavia, a Lei inova ao afastar expressamente as regras do condomínio típico do Código Civil ao condomínio especial relativo aos fundos de investimentos, definindo uma “natureza especial”.

Por outro lado, a Lei de Liberdade Econômica estabeleceu a previsão legal da definição da competência da CVM para regular todo

---

fissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A”. Disponível em: COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS, *Instrução CVM Nº 554*, de 17 de dezembro de 2014. Disponível: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst554.pdf>. Acesso em 1 de setembro de 2022.

33 Na forma do art. 9º-B incisos I e II da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, são considerados investidores qualificados, os investidores com habilitação e certificado CVM, os investidores profissionais e as 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 9-B. *Idem*.

34 YAZBEK, Otávio, *Op. Cit.*, p. 562.

35 *Idem*.

os fundos de investimento (introduzindo o art. 1.368-C, §2º ao Código Civil) e definiu a suficiência do registro do Fundo de Investimento perante a CVM para assegurar a sua “publicidade e oponibilidade de efeitos em relação a terceiros” (art. 1.368-C, 32º do Código Civil).<sup>36</sup>

Como relação ao regime de responsabilidade dos cotistas, a Lei de Liberdade Econômica introduziu o artigo 1.368-D do Código Civil que restringe a responsabilidade do investidor ao valor de suas quotas, se dessa forma o regulamento do fundo dispor.<sup>37</sup>

Questiona-se, neste ponto, a razoabilidade de se estender a responsabilidade limitada ao valor investido pelos cotistas a todos os fundos, incluindo veículos de maior risco que, não raro demandam aportes adicionais, pressupõem investidores profissionais e propiciam possibilidade de maior lucro,<sup>38</sup> bem assim a dinâmica de se limitar ou não a responsabilidade dos cotistas pelas dívidas do fundo, via contrato particular, qual seja: a regulamentação do fundo de investimentos, e não à lei, ainda que o registro do fundo perante à CVM o torne público e oponível à terceiros.<sup>39</sup>

---

36 Neste ponto, Otávio Yazbek, destaca que a suficiência do registro do fundo de investimentos perante à CVM para garantia da oponibilidade e publicidade do fundo em relação à terceiros, afasta a necessidade, por lei, de registro do fundo de investimento, para idêntica finalidade no Cartório. *Ibidem*, p. 563.

37 O regime de responsabilidade limitado dos quotistas apenas era abordado na Lei n.º 8.668/1993 que regulamenta os fundos de investimentos imobiliários. Nos demais fundos vigorava a responsabilidade ilimitada dos quotistas, daí porque, uma das funções do fundo de investimentos, por determinação da CVM, era informar aos cotistas sobre os riscos decorrentes.

38 “...parece mais relevante pensar na razoabilidade das previsões acerca da limitação de responsabilidade conforme o tipo de exposição de cada fundo. A possibilidade de insolvência do veículo é, afinal, evidentemente, muito menor no caso de fundos mais conservadores. Será que ela se justifica igualmente em fundos constituídos para assumir posições de maior risco, que operam alavancados e com grande concentração em mercados como o de derivativos? Em que medida, com essa limitação de responsabilidade em fundos de tal natureza, não se estimula a tomada irresponsável de riscos?” *Ibidem*, p. 565.

39 Questiona-se se, do ponto de vista técnico jurídico, é razoável que a limitação de responsabilidade civil seja tratada via regulamento, de natureza contratual, e não por lei, porque a limitação da responsabilidade em caso de dano é exceção à regra da responsabilidade integral

Também houveram importantes alterações com relação ao regime de responsabilidade civil dos prestadores de serviços dos fundos de investimentos, tais como: gestores de carteira, custodiante, administrador, entre outros. O inciso II do art. 1.368-E do Código Civil, inserido pelo artigo 7º da Lei de Liberdade Econômica, prevê que o regulamento do fundo poderá dispor sobre a limitação de responsabilidade dos prestadores de serviços do fundo de investimentos em relação ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, perante o condomínio e entre si, sem solidariedade, vinculando-se, no respectivo §2º a avaliação da responsabilidade do prestador de serviço ao risco inerente à sua atividade e à natureza de obrigação de meio de seus serviços.<sup>40</sup> Por fim, o art. 1.368-E do Código Civil dispõe que o prestador de serviços responde apenas pelos prejuízos que causar quando proceder com dolo ou má-fé.<sup>41</sup>

A Lei de Liberdade Econômica, também tratou sobre as regras incidentes em caso de insolvência dos fundos de investimento, dis-

---

prevista no Código Civil (artigo 927 do Código Civil), sendo a responsabilidade limitada no âmbito do Direito Societário, prevista em lei, considerada uma vitória para propiciar a exploração de atividade econômica.

40 A responsabilidade solidária é regime de exceção no Código Civil, deve decorrer de previsão legal o contratual, portanto, a priori, não pareceria ser necessário que uma lei dispusesse sobre a inexistência de responsabilidade solidária entre os prestadores de serviços dos fundos de investimentos. Todavia, é comum que o administrador fiduciário, instituição, via de regra, robusta e com maior poder no mercado, imponha aos prestadores de serviços, como aos gestores de fundos, a responsabilidade solidária contratual, sem que o gestor, neste caso, tenha muito espaço para negociação destes contratos. Talvez, diante deste cenário, a previsão legal venha a figurar como um argumento para tal pleito por parte dos prestadores de serviços dos fundos.

41 Sob a regulação CVM, os prestadores de serviços respondem pelos danos que causarem, sendo um dos principais deveres dos prestadores de serviços dos fundos de investimento, o dever de diligência na contratação de contrapartes, na avaliação dos cotistas, na contratação de infraestrutura, exigindo-se um padrão, inclusive, mais alto de cuidado e profissionalismo daqueles que irão gerir capital alheio. Neste ponto, portanto, a previsão constante no art. 1.368-E do Código Civil, inserido pela Lei de Liberdade Econômica, mostra-se contraditório com o dever de diligência dos respectivos prestadores de serviços, cabendo à CVM regulamentar a exata compreensão deste dispositivo legal.



pondo que, nos casos em que os fundos com limitação de responsabilidade dos cotistas, caso restar configurado ausência de patrimônio para fazer frente às dívidas contraídas, deverão se aplicar as regras de insolvência civil relativas aos artigos 955 à 965 do Código Civil.<sup>42</sup>

Finalmente, o artigo 1.368-D do Código Civil, introduzido pelo artigo 7º da Lei de Liberdade Econômica, prevê a possibilidade de o regulamento do fundo de investimento dispor sobre classes de cotas com direitos e obrigações diferentes, e com possibilidade de cada classe constituir patrimônio segregado, podendo ser criadas cotas subordinadas<sup>43</sup> e sêniores (além de categorias intermediárias).<sup>44</sup> Neste sentido, há a legítima preocupação da diferenciação de cotas ser utilizada como artifício de transferência de riquezas entre cotistas, prática que a CVM sempre se preocupou em coibir. Ademais, a possibili-

---

42 Segundo Otávio Yazbek, *“A solução parece adequada, a despeito de algumas particularidades dos fundos de investimento, em razão de sua natureza – alteram-se, afinal, alguns dos pressupostos subjetivos de insolvência civil. É importante, porém, destacar que, apenas com o surgimento de casos práticos se testará verdadeiramente não apenas a sua adequação, mas, também, o quão se sustentam também as outras regras a ela ligadas, como a de limitação de responsabilidade dos cotistas dos prestadores de serviços. Esse será, na verdade, o grande desafio para o regime criado pela Lei n.º 13.874/2019”*. *Ibidem*, p. 568.

43 As cotas subordinadas pressupõem maior risco, pois absorvem antes as eventuais perdas, porque apenas fazem jus ao recebimento de do resultado do fundo depois de sua distribuição, conforme o benchmark adotado, para as cotas sêniores. A diferenciação de cotas é utilizada por alguns estruturadores de fundos para atrair cotistas, na medida em que o próprio estruturador do fundo adquire as cotas ordinárias como estratégia de demonstrar seu alinhamento com o fundo e conquistar a confiança do potencial cotista. As diferentes classes de cotas em um mesmo fundo também servem para ofertar o mesmo fundo para perfis diferentes de cotistas, oferecendo maior ou menor relação de risco-retorno ou diferentes regras de resgate, a depender da espécie de cota adquirida. Assim, investidores institucionais, por exemplo, podem ter um regime de resgate diferente daquele aplicável aos investidores de varejo. Na prática, como apenas eram aceitas classes diferentes de cotas em FIP e FIDC, para obter o mesmo resultado, qual seja a comercialização de diferentes espécies de cotas em determinado fundo, proliferou-se no Brasil os fundos de investimento com cotas em outro fundo de investimentos, os denominados FIC, ou seja: aquilo que não era possível fazer em um único fundo se estruturava no que se denomina no mercado de *“master feeder”*.

44 A CVM permitia classes de cotas para os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC) e para os fundos de investimentos de participação (FIP).

dade de considerar patrimônios segregados para as diferentes classes de quotas, ou seja, cada patrimônio apenas responderia pelas obrigações vinculadas à determinada classe de cotas não se mostra coerente com as regras vigentes no Brasil.<sup>45</sup>

A CVM publicou Edital de Audiência Pública SDM n.º 08/20, com prazo até 2 de abril de 2021, prorrogado para 15 de abril de 2021, para que entidades de todos os setores da sociedade, privados e públicos, apresentem manifestação formal sobre a edição, pela CVM, de:

Minuta de resolução que dispõem sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios.<sup>46</sup>

Foram apresentadas 92 (noventa e duas) petições formais por escritórios de advocacia, instituições financeiras, fundos de investimentos, grupos de pesquisa, entidades de classe (ANCORD), entidades de regulação (B3, ANBIMA), entre outros, reivindicando determinadas interpretações e regulação de todos os dispositivos introduzidos pela Lei 13.874/2019 no Código Civil.

Restam pendentes de análise as respectivas manifestações e, conseqüentemente, a edição, pela CVM, de Instrução Normativa rela-

---

45 Neste sentido, manifestou-se a Empresa *Empiricus Research* Publicações Ltda na Audiência Pública n.º 08/2020 SDM. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0819\\_Empiricus\\_Research\\_e\\_Vitreo\\_DTVM\\_28022020.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0819_Empiricus_Research_e_Vitreo_DTVM_28022020.pdf). Acesso em 25 ago. 2022.

46 COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. *Audiência Pública SDM 08/20*, 2020. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2020/sdm0820.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html). Acesso em: 25 ago. 2022.

tiva à regulamentação dos artigos 1.368-C à 1.368-F do Código Civil, introduzidos pela publicação da Lei de Liberdade Econômica.

## **5. Uma análise prognóstica sobre a regulação dos fundos de investimento à luz da Lei de Liberdade Econômica e o *sandbox* regulatório.**

Não restam dúvidas sobre a necessidade da CVM de regular os artigos 1.368-C à 1.368-F do Código Civil introduzidos pela Lei de Liberdade Econômica, trabalho este pendente e de grande expectativa para todos os participantes do mercado, fato que por si só já acarretará em grande impacto no setor.

O modelo de intervenção do Estado no âmbito de mercado de capitais proposto pela CVM desde 2001, é calcado na oportunidade de manifestação dos participantes do mercado e na confiança destes com relação à edição de regras que sejam consoantes com a respectiva realidade, com as práticas já consolidadas no mercado e com as preocupações de permitir a inovação necessária no setor.

Dado o contexto político e econômico abarcado pela Lei de Liberdade Econômica, percebe-se que, no âmbito do mercado de capitais, a regulação por parte da CVM precisa assumir um viés prospectivo, exatamente por se tratar de um mercado estratégico para o Estado (na medida em que propicia financiamento privado à diversos setores da economia e funciona como porta de ingresso de capital estrangeiro), marcadamente inovador e tecnológico e que absorve um número crescente de investidores em diversos setores da sociedade (exigindo que o regulador construa um arcabouço de medidas de proteção eficientes e eficazes de proteção ao investidor).

Neste cenário, a regulação estatal não assume um viés restritivo da atividade econômica, mas implica, primeiro, em uma compreensão do mercado e sua capacidade de inovação, autogestão e correção, fazendo, simultaneamente, um diagnóstico das falhas, desvios e de

alocações ineficientes de recursos que acabam causando, em última instância, a perda do bem estar social. Nas palavras de Vinícius Marques de Carvalho, “...não é verdade que regular é o mesmo que limitar o mercado, pelo contrário, a origem da ideia de regulação é a criação de condições para que o mercado opere de forma eficiente”.<sup>47</sup>

Assim, o objetivo da intervenção estatal no mercado de valores mobiliários, via CVM, no atual contexto e esperado pelos participantes do mercado,<sup>48</sup> não é unicamente no sentido de adequar o comportamento desviante de alguns agentes ou de maximizar o exercício das liberdades econômicas em benefício aos participantes do mercado, mas o de planejar e tentar instalar uma realidade econômica que possibilite a inovação e segurança jurídica tanto para os investidores, quanto para os demais participantes do mercado, a partir da regulamentação dos artigos 1.368-C à 1.368-E do Código Civil e o artigo 3º, inciso VII da Lei 13.874/2019, introduzidos pela Lei de Liberdade Econômica, o que condiz mais ainda com a noção de “intervenção promocional” do Estado.<sup>49</sup>

---

47 CARVALHO, Marcos Vinícius. Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro: regulação de *sandboxes*. In: SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 414.

48 Haja vista a extensa manifestação de grande número de entidades dos setores privados e públicos na Audiência Pública SDM 8/2020, cujo conteúdo de pleito revela um anseio dos participantes do mercado, por uma regulamentação mais clara, objetiva e detalhada dos fundos de investimentos, com o declarado receio de que o Poder Judiciário não consiga analisar as eventuais demandas judiciais que advenham do setor, criando um cenário de grande insegurança jurídica. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2020/sdm0820.html](https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html). Acesso em: 25 ago. 2022.

49 Segundo Egon Bockmann Moreira, ao se defender a necessidade de uma intervenção sensata e desenvolvimentista, visando a que o Estado promova estímulos para que os empresários privados adotem determinados comportamentos econômicos (afim de gerar efeitos não espontâneos ao mercado mas necessários à sociedade), está-se indicando a existência de uma categoria jurídica de atos administrativos (com a respectiva classificação e efeitos). MOREIRA, Egon Bockmann. O Direito Administrativo da Economia e a Atividade Interventiva do Estado Brasileiro. In: CUELLAR, Leila, MOREIRA, Egon Bockmann (Org). *Estudos de Direito Econômico*, vol. 2. Belo Horizonte: Fórum, 2020. p. 169.

Para além das alterações pontuais relativas às regras dos fundos de investimentos, a Lei de Liberdade Econômica fixou diretrizes e matrizes de interpretação que norteiam não só aos aplicadores das leis e regulamentos, mas também aos próprios gestores públicos e reguladores, para que, no exercício da atividade de regulação estatal, proporcionem um ambiente que possibilite a inovação,<sup>50</sup> o crescimento da atividade econômica e a ampliação do mercado em termos de alargamento e profundidade.

A Lei de Liberdade Econômica introduziu no Direito Brasileiro, no artigo 3º, inciso VII, a possibilidade de concessão de uma espécie de imunidade burocrática para inovação na atividade econômica privada, os denominados “*sandboxes*” ou “banco de testes”,<sup>51</sup> com a finalidade de estimular a atuação dos agentes privados e públicos em setores de inovação e tecnologia, garantindo intervenção subsidiária e excepcional do Estado nestes casos.

Nas palavras de Vinícius Marques de Carvalho:

As inovações tecnológicas no âmbito do mercado financeiro e de capitais tem desafiado reguladores a reverem suas técnicas tradicionais de regulação, na tentativa de: (i) endereçar de maneira mais célere a ordenação das inovações que surgem neste mercado, mas também (ii) atender aos objetivos regulatórios para os quais foram dese-

---

50 “O banco de testes, dessa forma, é uma das formas encontradas por administradores públicos para compreensão da tecnologia inovadora e para o desenvolvimento da respectiva regulação. Essa regulação, por sua vez, deve melhor se adequar à inovação e não deixar o mercado desprotegido, nem permitir a criação de riscos. É um espaço de risco controlado em que as regras para atuação e prestação das atividades são previamente definidas pelo regulador.” CARVALHO, Vinícius Marques de, *Op. Cit.*, p. 417.

51 Nas palavras de Vinícius Marques de Carvalho, a essência dos *sandboxes* “...consiste em simplificar determinadas regras do jogo para que se possa haver controle e certeza quanto a eventual descumprimento de regulação estatal pré-existente”... e continua: “...opção muito atraente e de baixo custo para testar produtos, serviços, soluções tecnológicas inovadores em um ambiente controlado”. CARVALHO, Vinícius Marques de, *Op. Cit.*, p. 414.

nhados anteriormente, como o de proteção aos investidores e de proteção de formação eficiente de capital.<sup>52</sup>

As agências reguladoras, Comissão de Valores Mobiliários<sup>53</sup> e Banco Central, além da Superintendência de Seguros Privados já se mobilizaram a fim de consultar a sociedade civil sobre a possibilidade de diminuição dos entraves regulatórios nos respectivos setores mediante a adoção do *sandbox* regulatório e regulamentaram a questão em instrução normativa própria.

A expectativa com a criação dessa ferramenta é que o regime de *sandbox* regulatório passará, com o tempo, a atuar como acelerador para os negócios inovadores, na medida em que permitirá ao mercado testar seus produtos a um custo regulatório relativamente baixo, junto a clientes, obedecidas as condições previstas pelo regulador no marco normativo. Assim, por meio desse regime, as empresas poderão testar e aprimorar os seus negócios de forma célere, de modo a viabilizar a entrada de seu produto ou serviço no mercado final do período de autorização temporária.<sup>54</sup>

A instituição de *sandbox* não consiste em mera simplificação da legislação e da fuga de incidência regulatória, mas na criação de arcabouço legislativo que possibilite a inovação em ambiente de segurança jurídica.

---

52 CARVALHO, Vinícius Marques de, *Op. Cit.*, p. 416.

53 A Instrução CVM n.º 626/2020 dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório). Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst626.html>. Acesso em 25 ago. 2022.

54 CARVALHO, Vinícius Marques de., *Op. Cit.*, p. 423.

A ideia é a de que empresas inovadoras, que restem impossibilitadas de se registrarem no regime tradicional regulatório no início de suas atividades, testem suas inovações em ambiente menos rígido e em proximidade com o regulador, não à margem deste.

O argumento central que justifica a criação do *sandbox* pelos reguladores internacionais “é a necessidade de promover a inovação no mercado financeiro, sendo este um elemento importante para o desenvolvimento pleno do mercado e para a promoção de competição dentro dele.”<sup>55</sup>

As novas tecnologias, como é o caso das *Fintechs*,<sup>56</sup> poderiam facilmente ficar em situação irregular e/ou à margem da regulação clássica, caso as inovações não possam ser encaixadas nas atividades típicas já regulada.<sup>57</sup>

Neste contexto, os benefícios do *sandbox* regulatório<sup>58</sup> são associados à:

---

55 COUTINHO FILHO, Augusto. Regulação “*Sandbox*” como instrumento regulatório no mercado de capitais: principais características e práticas internacionais. *Revista de Digital de Direito Administrativo RDDA-USP*. São José do Rio Preto, SP, n. 5, v. 2, p. 264-282, 2018. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rdda/article/view/141450>. Acesso em 31 ago. 2022. p.269.

56 O termo *Fintech* foi definido pela Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO, 2017, p. 4): “*modelos de negócios inovadores que tipicamente oferecem um produto ou serviço financeiro de modo automatizado e, como resultado, desmantelam serviços financeiros clássicos – bancos, corretoras e gestoras de recursos.*” Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>. Acesso em 31 ago. 2022.

57 “As chamadas “zonas cinzentas” são muito comuns no âmbito das novas tecnologias, por meio das quais serviços são prestados de maneira inovadora – as vezes não facilmente enquadráveis nos serviços financeiros clássicos. Nesses casos, há uma dificuldade mútua (do regulador e dos participantes do mercado) em reconhecer como o negócio prestado deve ser enquadrado do ponto de vista das atividades típicas. COUTINHO FILHO, Augusto, *Op. Cit.*, p. 270.

58 Os benefícios alcançados com o *sandbox* regulatório no Reino Unido, de acordo com o *Financial Conduct Authority* (FCA): (i) promoção de competição mais efetiva no sistema financeiro; (ii) redução dos custos e do tempo de entrada de ideias inovadoras no mercado; (iii) mais facilidade na obtenção de *fundings* para projetos inovadores; (iv) possibilidade de o regulador constituir uma relação mais próxima com o mercado, auxiliando na construção de critérios apropriados de proteção ao consumidor em novos produtos e serviços relacionados

diminuição de custo regulatório imposto às *Fintechs*; (ii) maior acesso ao financiamento imposto às *Fintechs*; (iii) redução de tempo de maturação de produtos e serviços inovadores; (iv) mitigação dos riscos aos consumidores e ao sistema financeiro; e (v) celeridade na resposta regulatória ao mercado.<sup>59</sup>

Deste modo, a regulação *sandbox* se consolida como técnica internacional<sup>60</sup> para promoção de inovação no âmbito do mercado financeiro e de capitais, desenvolvida sob a égide do regulador a partir de imposição de regras específicas, dentre as quais: imposição de licenças especiais e temporárias para operarem em atividades financeiras, possibilidade de exigência de salvaguardas com finalidade de mitigar riscos para os investidores e para o mercado que pretendem operar, como limitação de número máximo de clientes, limitação de qualificação de clientes, imposição de regras de *suitability*, para que seja adequado uma adequação do risco do investimento ao perfil do investidor, dentre outras medidas.

O modelo regulatório *sandbox*, no âmbito do mercado financeiro e de capitais, introduzido pela Lei 13.874/2019 e já regulamentado pela CVM, BACEN e SUSEP, pode configurar um instrumento regulatório mais eficaz perante as inovações tecnológicas constantes no mercado financeiro e de capitais, possibilitando o desenvolvimento

---

com as tecnologias inovadoras aplicadas ao mercado financeiro. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>. Acesso em 31 ago. de 2022.

59 COUTINHO FILHO, Augusto, *Op. Cit.*, p. 271.

60 O *sandbox* regulatório teve origem em 2015, no Reino Unido. Dentre as jurisdições que já adotam a regulação *sandbox* etsão: Brasil (Comissão de Valores Mobiliários - CVM) e Banco Central do Brasil - BACEN)), Canadá (Ontário Securities Commission – OSC), Reino Unido (Financial Conduct Authority – FCA), Holanda (Authority for os Singaporethe Financial Market – AFM), Abu Dhabi (Abu Dabhi Global Market – ADGM), Hong Kong (Hong Kong Monetary Authority), Malásia (Bank Negara Malaysia), Singapura (Monetary Authority - MAS), Austrália (Australian Securities Investments Commission- ASIC). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>. Acesso em 31 ago. 2022.



de processos de inovação em ambiente controlado e com maior diálogo entre regulador e regulado, com finalidade de mitigar riscos inerentes ao processo de inovação, conferindo ao regulador uma dinâmica de regulação mais flexível e aproximando o regulador à realidade do mercado.<sup>61</sup>

## **Conclusão.**

É fato que o mercado de capitais é um mercado em constante crescimento no Brasil,<sup>62</sup> por se tratar de uma alternativa para obtenção de alocação eficiente de recursos na econômica e propiciar financiamento privado à atividade econômica sem intermediação bancária, estimulada pelo próprio Estado.

Neste contexto, cabe ao regulador do mercado de capitais, questionar-se como absorver as demandas típicas do mercado de capitais, compostas: (i) pelo aumento exponencial do número de investidores não qualificados, (ii) pela criação constante de modelos inovadores (em infraestrutura de tecnologia, estrutura jurídica, acarretando em novos produtos, novos serviços e novos ambientes de negociação), garantindo um ambiente de segurança jurídica (adequando as reformas na legislação às regulações de ordem técnica do setor), à luz da ideologia da Lei de Liberdade Econômica?

Pende atualmente de regulamentação, pela CVM, os artigos 1.368-C à 1.368F do Código Civil, introduzidos pelo artigo 7º da Lei de Liberdade Econômica que, como vimos, para além de legislar sobre

---

61 Segundo o Banco Central do Brasil: “No Brasil, o Banco Central, como autoridade reguladora do Sistema Financeiro Nacional (SFN), viu no *sandbox* uma excelente maneira para resolver a adaptação das crescentes inovações percebidas no setor à regulação do setor.” BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sandbox* Regulatório. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidade/financeira/sandbox>. Acesso em 31 ago. 2022.

62 Observação que se embasa em dados da própria CVM com relação ao aumento exponencial do número de investidores no setor de fundos de investimentos.

regras específicas dos fundos de investimento, no Brasil, assumiu um viés principiológico de liberdade de exercício da atividade econômica e livre iniciativa, fixando diretrizes, valores e princípios da atividade econômica, visando a estimular não só o desenvolvimento das próprias atividades econômicas, mas o crescimento do produto interno bruto brasileiro, com vistas à promoção de valores sociais: geração de empregos e de renda, ao mesmo tempo em que demonstra especial preocupação em propiciar um ambiente propício à inovação e ao desenvolvimento tecnológico no mercado nacional.

Assim, a Lei 13.874/2019 também regulou o chamado “*sandbox*” regulatório. Em 13 de junho de 2019, foi publicado Comunicado Conjunto da Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia, do Banco Central (BACEN), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), tornando pública a intenção de implantar um modelo de *sandbox* regulatório no Brasil, como resposta à constante inovação tecnológica nos segmentos financeiro, de capitais e securitário, incluindo *distributed ledger technology – DLT, blockchain, roboadvisors* e inteligência artificial,<sup>63</sup> permitindo o surgimento de novos modelos de negócio, com reflexos na oferta de novos produtos e novos serviços, com maior qualidade e alcance.

Segundo declarado no próprio Comunicado Conjunto da Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia, o contexto de inovação:

impõe aos reguladores o desafio de atuar com a flexibilidade necessária, dentro dos limites permitidos pela legislação, para adaptar suas regulamentações às mudanças tecnológicas e

---

63 BANCO CENTRAL DO BRASIL. Comunicado Conjunto Ministério da Economia, Banco Central, CVM e Susep: divulga ação coordenada para implantação de regime de *sandbox* regulatório nos mercados financeiro, securitário e de capitais brasileiro, 19 jun. 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/16776/nota>. Acesso em: 31 ago. 2022.

constantes inovações, de forma que as atividades reguladas mantenham conformidade com as regras de cada segmento, independentemente da forma como os serviços e produtos sejam fornecidos, principalmente sob as perspectivas da segurança jurídica, da proteção ao cliente e investidor e da segurança, higidez e eficiência dos mercados.<sup>64</sup>

O regime de *sandbox* regulatório já foi regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários no Brasil, (Instrução CVM 626/2020), pelo Banco Central do Brasil<sup>65</sup> e pela Superintendência de Seguros Privados (Resolução CNSP 381 de 2020 e Circular SUSEP 598/2020),<sup>66</sup> os quais disciplinaram o funcionamento de elementos essenciais do *sandbox* nas suas esferas de competência, contemplando modelos seguidos por outras jurisdições, destacando: concessão de autorizações temporárias e a dispensa excepcional e justificada do cumprimento de regras para atividades reguladas específicas, observando critérios, limites e períodos.

Assim, consideradas: (i) as alterações legislativas introduzidas pela Lei de Liberdade Econômica, em especial, no âmbito da regulação dos fundos de investimentos com a introdução dos artigos 1.368-C à 1.368-F no Código Civil, cuja regulamentação está em tramite perante a CVM, (ii) a autorização legislativa expressa de regulação *sandbox* para os mercados de inovação e tecnologia<sup>67</sup> com especial

---

64 *Idem*.

65 Segundo o BACEN “O Sandbox Regulatório é um ambiente em que entidades são autorizadas pelo Banco Central do Brasil para testar, por período determinado, projeto inovador na área financeira ou de pagamento, observando um conjunto específico de disposições regulamentares que amparam a realização controlada e delimitada de suas atividades.” <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>.

66 BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sandbox* Regulatório. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox>. Acesso em: 31 de agosto de 2022.

67 Art. 3º, inciso VII da Lei 13.874/2019.

repercussão no mercado financeiro e de capitais (já regulamentados no âmbito da CVM, BACEN e SUSEP), (iii) somado à escolha deliberada, pela Lei 13.874/2019, do princípio da liberdade econômica como vetor interpretativo da atividade econômica e do direito individual ao desenvolvimento e crescimento econômico do país; os desafios do regulador do mercado de capitais mostram-se amplos na medida em que se lhe impõe um olhar prognóstico e observador do mercado de capitais, ao mesmo tempo que se lhe espera uma atividade regulatória que mitigue riscos, corrija falhas de mercado, proteja investidores, permita a inovação e a ampliação do mercado em perspectiva de aprofundamento e alargamento<sup>68</sup> capaz de propiciar o crescimento econômico.

---

68 “Em relação ao desenvolvimento financeiro há dois conceitos importantes: o aprofundamento e o alargamento do mercado, que, na língua inglesa, são conhecidos respectivamente por *deepening* e *broadening*. Aprofundamento refere-se ao aumento dos ativos financeiros, como percentagem do PIB, enquanto alargamento consiste no aumento do número de variedade de participantes e instrumentos de mercado financeiro.” ANDREZO, Andrea Fernandes. LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais*. 2ª ed. São Paulo: Thomson Learning. p. 13.