

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

FELIPE KEVIN DA SILVA

O IMPACTO REGULATÓRIO PARA O INVESTIMENTO EM VALORES
MOBILIÁRIOS: UMA ANÁLISE DA ADEQUAÇÃO DOS REQUISITOS
REGULATÓRIOS APLICÁVEIS AO INVESTIDOR DE VAREJO

São Paulo

2022

FELIPE KEVIN DA SILVA

O IMPACTO REGULATÓRIO PARA O INVESTIMENTO EM VALORES
MOBILIÁRIOS: UMA ANÁLISE DA ADEQUAÇÃO DOS REQUISITOS
REGULATÓRIOS APLICÁVEIS AO INVESTIDOR DE VAREJO

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado ao Curso de Direito da Universidade
Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à
obtenção do título de Bacharel em Direito.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Luiz Antonio Scavone Junior

São Paulo

2022

FELIPE KEVIN DA SILVA

O IMPACTO REGULATÓRIO PARA O INVESTIMENTO EM VALORES
MOBILIÁRIOS: UMA ANÁLISE DA ADEQUAÇÃO DOS REQUISITOS
REGULATÓRIOS APLICÁVEIS AO INVESTIDOR DE VAREJO

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado ao Curso de Direito da Universidade
Presbiteriana Mackenzie como requisito parcial à
obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a): Prof. Dr. Luiz Antonio Scavone Junior

Instituição: Universidade Presbiteriana Mackenzie

Examinador(a): Prof. Ms. Orlando Bortolai Junior

Instituição: Universidade Presbiteriana Mackenzie

Examinador(a): Prof. Ms. Sérgio de Souza Zocratto

Instituição: Universidade Presbiteriana Mackenzie

*Imagination is more important than knowledge.
For knowledge is limited to all we know and
understand, while imagination embraces the
entire world, and all there ever will be to know
and understand (Albert Einstein).*

O IMPACTO REGULATÓRIO PARA O INVESTIMENTO EM VALORES MOBILIÁRIOS: UMA ANÁLISE DA ADEQUAÇÃO DOS REQUISITOS REGULATÓRIOS APLICÁVEIS AO INVESTIDOR DE VAREJO

Felipe Kevin da Silva

Resumo: o presente trabalho pretende investigar e debater a importância dos requisitos regulatórios, e em especial no que toca o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para a democratização e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e, como consequência, da economia do país. Os últimos anos demonstraram um enorme aprofundamento da oferta e acesso a serviços financeiros no Brasil, o chamado *financial deepening*, que é marcado por uma migração de investidores da Renda Fixa para a Renda Variável. Esse movimento, que já vinha ocorrendo naturalmente, foi acelerado durante a pandemia da Covid-19, momento em que as taxas de juros chegaram à mínima histórica de 2%, deixando pouca ou nenhuma alternativa para os poupadores senão distribuir suas alocações entre ativos de maior potencial de retorno. Muito embora este aprofundamento financeiro seja benéfico para o desenvolvimento econômico do país, haja vista a correlação positiva entre o desenvolvimento do mercado de capitais de um país e o desenvolvimento de sua economia, a regulação aplicável parece não estar acompanhando esta modernização, dificultando o acesso do investidor de varejo a diversos produtos.

Palavras chaves: Mercado de Capitais. Eficiência. Regulação. Aprofundamento financeiro. Desenvolvimento econômico.

Abstract: this paper intends to investigate and discuss the importance of regulatory requirements, and the role of the Brazilian Securities Commission (CVM) in particular, for the democratization and development of the Brazilian stock market and, consequently, the country's economy. The last few years have shown a strong expansion of the supply and access to financial services in Brazil, the so-called financial deepening, which is marked by the migration of investors from Fixed Income to Variable Income investment alternatives. This flow, which was already occurring naturally, was accelerated during the Covid-19 pandemic, when interest rates reached a historic low of 2%, leaving little or no alternative for savers but to distribute their allocations among assets with higher return potential. Although this financial deepening is beneficial for the country's economic development, given the positive correlation

between the development of a country's stock market and the development of its economy, domestic regulation does not seem to be keeping up with this modernization, making it difficult for retail investors to access various products.

Keywords: Stock Market. Efficiency. Regulation. Financial deepening. Economic development.

Sumário: 1. Introdução. 2. O mercado de valores mobiliários. 2.1. A relevância do investimento em valores mobiliários. 2.2. O investidor brasileiro e o cenário atual. 3. Regulação. 3.1. A Lei da Liberdade Econômica. 4. A flexibilização dos requisitos regulatórios enquanto fator de desenvolvimento. 4.1. O mercado de capitais e o desenvolvimento econômico. 4.2. Arbitragens regulatórias. 4.3. A modernização dos requisitos regulatórios. 4.4. O *suitability* enquanto mecanismo de proteção. 5. Conclusão. 6. Referências.

1 Introdução

O estudo dos países ditos de Primeiro Mundo nos permite traçar uma significativa relação positiva entre o índice de desenvolvimento de seus mercados de capitais e as taxas de crescimento econômico. O economista americano Goldsmith (1969) foi um dos primeiros a destacar esse fato, em 1969. Enquanto mecanismo de financiamento das empresas para o médio e longo prazo, o mercado de capitais influencia diretamente na oferta de vagas trabalho, construção civil, fusões e aquisições e arrecadação de tributos, haja vista que empresas bem financiadas podem investir na ampliação de suas operações e aumentar seu faturamento, o que por sua vez gera riqueza também para o investidor, seja por meio de dividendos ou pela valorização das ações.

Nos últimos anos, foi possível observar um significativo aumento do número de brasileiros investindo em valores mobiliários, em um movimento conhecido como *financial deepening*. Dados da B3¹ demonstram que o número de contas ativas de pessoas físicas aumentou de 620 mil em dezembro de 2017 para 1,7 milhão em dezembro de 2019, um crescimento de mais de 170% (UMA ANÁLISE..., 2021). Esse número chegou a 4 milhões de

¹ A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão é a bolsa de valores oficial do Brasil e a 20ª maior do mundo, responsável por 1% da capitalização mundial, segundo dados da World Federation of Exchanges (WFE) para dezembro de 2020. É resultado da fusão entre a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) e da BM&FBOVESPA, que, por sua vez, foi resultado da união entre a Bovespa e a BM&F.

investidores em novembro de 2021 e segue aumentando, tudo isso influenciado por fatores diversos, como novos meios digitais, aumento na oferta de produtos, acesso à informação, queda da taxa de juros etc.

Com uma popularização tamanha do mercado de investimentos, acompanhada de uma massiva produção de conteúdo sobre o tema, é possível identificar uma maior sofisticação do mercado de valores mobiliários e dos produtos financeiros, o que deveria estar sendo acompanhado arcabouço regulatório vigente. Hoje, a regulação do mercado de capitais apresenta inúmeras restrições que, visando à proteção do investidor, segrega muitos dos melhores investimentos aos chamados investidores profissionais e qualificados, os quais são entendidos como mais habilitados a suportar os riscos elevados dessas operações. Ocorre que a grande maioria dos investidores, privados de alguns desses investimentos, acabam por ser direcionados a produtos muitas vezes ruins e de pouca rentabilidade, como a caderneta de poupança (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2022).

Assim, tendo como ponto de partida as manifestações realizadas por diversos agentes do mercado financeiro e da capitais na Audiência Pública SDM 08/20, que propôs modernizar diversas regras da indústria de fundos de investimento, para atender às disposições da recente Lei da Liberdade Econômica, este trabalho se dedica a estudar a importância de uma flexibilização dos requisitos regulatórios, em especial dos normativos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para democratizar ainda mais o mercado de valores mobiliários e possibilitar que os investidores de varejo diversifiquem seus investimentos e obtenham maior retorno, sempre com o fim maior de desenvolver este mercado de capitais e impulsionar o crescimento econômico do país.

Para cumprir este objetivo, no primeiro capítulo será analisado o momento em que se encontra o mercado brasileiro, com um enfoque no investidor de varejo, buscando identificar sua maior sofisticação e amadurecimento no que tange a investimentos em valores mobiliários. O principal insumo será uma série de estudos conduzidos pelas Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), CVM e B3, nos quais são analisados os perfis dos investidores brasileiros e a crescente importância dos produtores de conteúdos com a temática educação financeira.

No segundo capítulo, será traçado um panorama da regulação brasileira aplicável ao mercado de capitais, considerando as novidades e avanços trazidos pela Lei da Liberdade Econômica, bem como uma comparação com mercados mais desenvolvidos e que já vivenciaram esse movimento de *financial deepening*.

Por fim, no último capítulo, será debatido o papel do regulador para o desenvolvimento do mercado, através de uma maior flexibilização do acesso a produtos financeiros, bem como pela correção de distorções presentes na regulação vigente, o que por sua vez gerará impactos positivos no desenvolvimento econômico do país como um todo.

2 O mercado em valores mobiliários

Entender a importância de possibilitar um maior acesso ao investimento em valores mobiliários pelo investidor comum, ou seja, não profissional, passa necessariamente pelo debate da relevância, ou ao menos do potencial que esse tipo de investimento tem no planejamento financeiro e no processo de formação de poupança. Nesse sentido, passaremos a analisar em que medida o investimento em valores mobiliários pode contribuir para as finanças pessoais e, ainda, como o tema tem evoluído e ganhado cada vez mais popularidade no mercado brasileiro.

2.1 A relevância do investimento em valores mobiliários

Diversas são as teorias de finanças que evidenciam a importância e utilidade de se investir em valores mobiliários, bem como o motivo de os indivíduos demandarem ativos financeiros para o longo prazo. Por meio de sua Teoria do Ciclo de Vida, Modigliani e Brumberg (1954) destacaram que a acumulação de capital durante a fase produtiva, por volta dos 30 anos de idade, tem por objetivo garantir um nível similar de consumo para a aposentadoria. No mesmo sentido, e de maneira bastante complementar, Bodie, Merton e Samuelson (1992) introduziram a ideia de o trabalhador, em determinado momento do seu ciclo de vida, viver apenas do seu patrimônio acumulado, desde que tivesse exposto parte importante de seu portfólio a ativos considerados mais arriscados e, portanto, de maior potencial de retorno. Fato é que, seja para formar uma previdência, seja para garantir uma herança para os dependentes, o investimento em ativos financeiros tem um papel central para a formação de poupança e transferência de riqueza entre os ciclos de vida do indivíduo, principalmente nos dias de hoje. É o diagnóstico feito pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) em estudo encomendado pela CVM:

A necessidade de melhor planejamento financeiro tem se tornado cada vez mais importante nos últimos tempos para a população brasileira. Antigamente

havia menor necessidade por planejamento já que as aposentadorias distribuídas pelo governo e pelos empregadores ofereciam uma segurança de renda após os anos trabalhados. Muitos trabalhadores ativos no mercado de trabalho hoje não podem mais contar com essa segurança, obrigando-os a assumirem maior responsabilidade sobre suas finanças. (ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS, 2021, p. 17).

Nessa esteira, não é exagero concluir que o investimento em valores mobiliários seria uma evolução natural no processo de formação de poupança do indivíduo. No cenário brasileiro, muito embora esta não seja ainda uma realidade consolidada, já é possível perceber diversos indicativos de uma incorporação desse processo pela sociedade. Frente ao seu potencial, o mercado de valores mobiliários brasileiro é ainda muito pequeno. Dados de 2018 do Banco Central demonstravam que mais de 150 milhões de brasileiros aplicavam na caderneta de poupança (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018), contra apenas pouco mais de 4 milhões de CPFs cadastrados hoje na B3.

Muito embora o mercado financeiro brasileiro esteja vivenciando um forte movimento de ingressantes no universo dos valores mobiliários, com o número de contas registradas na B3 mais que triplicando desde 2017, ainda está muito aquém dos mercados mais desenvolvidos. Para fins de comparação, nos Estados Unidos, cerca de 52% dos americanos investem diretamente em Bolsa, enquanto no Brasil o patamar é ainda de 1,6% (OS VÁRIOS..., 2021).

2.2 O investidor brasileiro e o cenário atual

A penetração de temas ligados a investimento nos últimos anos é patente, inclusive entre as classes D e E (CERCA..., 2022). Em outubro de 2021, a B3 registrou a marca histórica de 4 milhões de contas em renda variável, número que até 2017 estava na casa dos 600 mil e estável a pelo menos 10 anos (B3 ATINGE..., 2021). Outro dado interessante é o valor médio de entrada desses novos investidores, que atualmente gira em torno de R\$ 273, já tendo sido cerca de R\$ 1.500, o que caracteriza uma democratização dos investimentos. Essa explosão de investidores pessoa física é caracterizada sobretudo pelo público jovem, entre 26 e 39 anos, e está diretamente relacionada a uma tendência de queda da taxa de juros (ALMEIDA; MAMONA, 2020). Esse fenômeno, que já foi observado em países desenvolvidos e que parece estar chegando aos emergentes, é o que tem sido chamado de *financial deepening*, ou aprofundamento financeiro. Para Amstalden (2021), são três as tendências mundiais que têm impulsionado esse movimento: demografia; tecnologia; e globalização.

Outra manifestação dessa tendência pode ser percebida na massiva produção de conteúdo sobre o tema, que nunca foi tão fértil e intensiva como atualmente. Um estudo conduzido pela ANBIMA identificou, entre setembro de 2020 e fevereiro de 2021, 266 influenciadores digitais que produzem conteúdo relacionado a investimentos, responsáveis por mais de 160 mil vídeos e postagens, com uma base de 74 milhões de seguidores, ou seja, cerca de um terço da população brasileira (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, 2021). Em dezembro de 2021, esse número já alcançava 91,5 milhões, uma alta de 23,6% em poucos meses (AUDIÊNCIA, 2022). Sob a ótica do Direito Econômico, essa efervescência de informação e simplificação de linguagem é tida como muito positiva para combater uma das principais modalidades de falha do mercado, a assimetria informacional. Conforme ensina Godwin em seu estudo:

Os investidores de varejo entenderão a natureza e extensão do risco somente se (1) eles entenderem como o risco se apresenta em relação ao produto de investimento (por exemplo risco em contexto); e (2) se o produto e os riscos associados forem explicados em linguagem leiga (por exemplo, risco em linguagem leiga). (GODWIN, 2010, tradução nossa)².

Yazbek (2007, p. 42) ensina que o acesso à informação é uma das mais importantes formas de garantir a eficiência do mercado e reduzir a insegurança de seus agentes. Não por outro motivo, a crescente presença dos produtores de conteúdo relacionados a finanças e investimentos em valores mobiliários ajuda a popularizar o tema, desmistificando diversos conceitos que, até há pouco tempo, ficavam restritos às rodas dos economistas, financistas e outros profissionais do mercado.

3 Regulação

Tendo em vista este aprofundamento financeiro em curso, questiona-se se o arcabouço regulatório brasileiro estaria preparado para suportar e acompanhar esta evolução. A regulação é o instrumento utilizado pelo Estado para a intervenção no comportamento dos agentes, sempre com a finalidade de promover a eficiência, segurança, desenvolvimento econômico e bem-estar

² No original: “*retail investors will understand the nature and extend of risk only if (1) they understand how it arises in relation to the investment product (for example risk, in context); and (2) the product and the associated risks are explained in lay language (for exemple, risk in lay language)*”.

social. Ocorre que, uma vez utilizada de forma desproporcional ou arbitrária, a regulação pode trazer efeitos nocivos ao mercado e a sociedade como um todo.

No Brasil, a regulação direta do mercado de capitais é de responsabilidade da CVM. O artigo 4º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, estabelece que são atribuições da CVM e do Conselho Monetário Nacional (CMN) o estímulo à formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, bem como a proteção do investidor contra irregularidades e atos ilegais:

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; 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. (BRASIL, 1976).

A realidade demonstra que, muitas vezes, esses objetivos fazem contraposição um ao outro, exigindo do regulador sopesar os diversos interesses envolvidos. Nas palavras do atual presidente da CVM, Marcelo Barbosa, em entrevista concedida à Marília Fontes:

A CVM, como um regulador de mercado de valores mobiliários, tem um mandato múltiplo. Então, são objetivos que não estão em ordem de importância, mas todos eles são realmente centrais. Por exemplo, o primeiro é a proteção do investidor. Mas também, o regulador do mercado trabalha numa frente de desenvolvimento do mercado de capitais, através de regras que estimulem este crescimento, receber novos tipos de valores mobiliários para negociação, novos tipos de fundo. É o crescimento do mercado de um lado, e do outro a proteção do investidor. A nossa atuação se dá muito nessa tensão entre um lado e o outro. (NOVAS..., 2022).

Para atender a seu objetivo de proteção ao investidor, a CVM atua em uma frente de fiscalização do cumprimento das regras aplicáveis ao mercado regulado, em especial quanto a emissões irregulares de valores mobiliários; atos ilegais de administradores e controladores de

companhias abertas, ou de administradores de carteiras (gestores e administradores de recursos de terceiros); uso de informações relevante não tornada pública (O PAPEL..., c2022). Um desses mecanismos de proteção será a introdução de um regime de classificação dos investidores em diferentes perfis, o que, por sua vez, será utilizado como parâmetro para o acesso a determinados produtos e ofertas públicas. A Instrução CVM nº 554/2014 (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014a) desenha três categorias, com critérios objetivos de classificação:

- a. Investidores profissionais: pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional³;
- b. Investidores qualificados: pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional⁴;
- c. Investidores em geral: normalmente conhecidos como investidor de varejo, são aqueles que possuem investimentos em valores mobiliários, mas não se encaixam nas categorias anteriores.

Frente a essa categorização, conforme os normativos vigentes até o momento, investidores profissionais e qualificados, haja vista o volume de seus investimentos financeiros, são tidos como mais sofisticados e, conseqüentemente, mais aptos a ponderar fatores de riscos associados na seleção de seus ativos. Por esse motivo, diversas são as opções para composição de portfólio que estão restritas a essas categorias de investidores, excluindo o investidor de varejo, como: valores mobiliários distribuídos com esforços restritos⁵; ações de companhia em fase pré-operacional⁶; Fundo de Investimento em Participações (FIP); Fundo de Investimento

³ Segundo o artigo 9º-A desta instrução, também são considerados investidores profissionais: instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; fundos de investimento; clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e investidores não residentes.

⁴ Segundo o artigo 9º-B desta instrução, são também considerados investidores qualificados as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

⁵ Segundo a Instrução CVM nº 476, é restrito a investidores profissionais.

⁶ De acordo com a Instrução CVM nº 400, fica restrito a investidores qualificados e profissionais.

em Direitos Creditórios (FIDC)⁷; fundo que investe 100% de seu patrimônio no exterior⁸; bem como algumas modalidades de ofertas de Certificado de Recebíveis Agrícola (CRA)⁹ e Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)¹⁰.

Como visto, desde a edição da Instrução CVM nº 554, em 2014, na qual foram estabelecidas as classificações de investidores, o mercado brasileiro passou por uma verdadeira revolução, porém as regras continuam as mesmas. A Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (2021, p. 35) identifica que, em uma análise realizada entre 2014 e 2020, o portfólio do investidor de varejo tradicional apresentou retornos muito inferiores (50,2%) quando comparados aos segmentos do Varejo Alta Renda (109,9%) e Private (129,8%)¹¹, concluindo que esse baixo retorno está associado a menor exposição desses investidores a ativos de renda variável.

Partindo deste cenário, a questão que fica é o que levaria o investidor de varejo a não se expor de forma mais significativa ao mercado de valores mobiliários e, assim, alcançar melhores retornos para seus investimentos, considerando um determinado limite de risco? Trata-se unicamente de um problema de educação financeira ou haveria, igualmente, entraves regulatórios que dificultam a penetração de algumas classes de ativos entre esse segmento de investidores?

A utilização do patrimônio como parâmetro para distinguir investidores de varejo e investidores tidos como mais qualificados não é uma exclusividade brasileira. Diferentes países ao redor do globo utilizam critérios similares para disciplinar o acesso a investimentos financeiros. Ocorre que, no Brasil, o valor necessário para qualificar um investidor soma 957 meses de salário-mínimo, enquanto a média das outras jurisdições é 529 meses, sendo 45% menor, conforme analisa a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2021, p. 32)¹².

3.1 A Lei da Liberdade Econômica

⁷ A Audiência Pública SDM 08/20, lançada pela CVM em dezembro de 2020, prevê uma flexibilização para o investimento em FIDC pelo investidor de varejo.

⁸ De acordo com a Instrução CVM nº 555, o investidor de varejo pode investir em fundos cuja exposição no exterior não exceda 20% do PL.

⁹ Instrução CVM nº 600.

¹⁰ A Instrução CVM nº 414 dispõe diversas restrições nas ofertas de CRIs para investidores não qualificados.

¹¹ A ANBIMA desenvolveu uma metodologia dividindo os investidores em três segmentos: o Varejo Tradicional, composto por indivíduos com renda mensal menor do que R\$ 10 mil reais e menos de R\$ 100 mil em aplicações financeiras; o Varejo Alta Renda, que inclui investidores com renda mínima de R\$ 10 mil e investimentos superiores a R\$ 100 mil; e o Private, que possui pelo menos R\$ 1 milhão em aplicações financeiras.

¹² Foram considerados Alemanha, Austrália, Estados Unidos, França, Grécia, Portugal e Reino Unido.

Recentemente, em 2019, o Congresso Nacional editou a Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019a), que ficou conhecida como a Lei da Liberdade Econômica (LLE). Essa lei representa um grande avanço para o mercado de valores mobiliários e, em especial, para a indústria de fundos de investimento. Com ela, o Código Civil passou a ter um espaço dedicado à figura do Fundo de Investimento, inclusive trazendo previsões importantes que já eram encontradas em mercados mais desenvolvidos globalmente. Para Engelberg e Zelmanovits:

As alterações trazidas pela Lei nº 13.874/19 são um marco importante para a evolução da indústria de fundos no Brasil, com vistas à redução de burocracia e custos e ao aumento da segurança para os investidores, aproximando a indústria de práticas adotadas em outras jurisdições. (ENGELBERG; ZELMANOVITS, 2019).

Ainda segundo os autores, um dos maiores destaques da LLE foi o expresso afastamento da aplicação das regras relacionadas a condomínio em geral¹³, prevendo uma classificação de condomínio de natureza especial, o que estaria em consonância com as alterações trazidas no bojo responsabilidade dos cotistas do fundo de investimento (ENGELBERG; ZELMANOVITS, 2019).

A necessidade de uma norma legal que unificasse e fixasse o regramento aplicável à figura do fundo de investimento já era sentida pelo mercado há muito tempo, conforme menciona Freitas (2006, p. 55-56):

No ordenamento jurídico brasileiro, como acabamos de apontar, não há o reconhecimento legal da figura das instituições de investimento coletivo como uma categoria própria. Na prática tais instituições parecem restringir-se aos fundos e clubes de investimento, pois, como veremos adiante, não temos entre nós o instituto do trust e a utilização da sociedade de investimentos como forma de aplicação coletiva foi vedada pelo Banco Central do Brasil. Independentemente dessa constatação, parece-nos recomendável a elaboração de norma legal que fixe um conjunto mínimo de regras aplicáveis à figura dos fundos de investimento. Ainda que não se formule o conceito de instituições de investimento coletivo, como fazem os países europeus, ao menos um regramento mínimo geral do fundo se faz necessária.

Com a inclusão de artigos no Código Civil, a LLE teve a felicidade de atacar algumas lacunas da indústria de fundos de investimento que, com alguma ressalva para os fundos de investimento imobiliário,¹⁴ carecia de uma regulamentação que tratasse de forma mais detalhada

¹³ Artigos 1314 a 1358-A do Código Civil.

¹⁴ Lei nº 8.668, de 25 de julho de 1993.

aspectos relativos à constituição e funcionamento desse produto.¹⁵ Com a edição da LLE, o arcabouço regulatório passou a contar com previsões relativas a (i) registro¹⁶, reduzindo custos e burocracia com a dispensa de registro do regulamento dos fundos em cartório de títulos e notas, bastado o arquivamento junto à CVM; (ii) limitação de responsabilidade¹⁷, buscando proteger o investidor e limitar sua responsabilidade quanto às obrigações do fundo; (iii) classes de cotas distintas¹⁸, permitindo redução de custos e observando padrões internacionais; (iv) regime de insolvência¹⁹, como consequência da possibilidade de limitação de responsabilidades, aplicando-se os procedimentos previstos nos artigos 955 a 965 do Código Civil; (v) responsabilidade dos prestadores de serviços²⁰, permitindo dispensa da solidariedade²¹. Essa previsibilidade gera segurança jurídica e fomenta o desenvolvimento da indústria de fundos e do mercado de capitais. Esse é senão um dos objetivos do normativo, conforme se observa na exposição de motivos submetida ao presidente da República:

18. Atenta às necessidades de facilitar a canalização de recursos poupados para a economia real, a proposta assegura a legalidade de responsabilidade limitada para fundos de investimento, o que deverá aumentar a segurança da modalidade por meio dessas estruturas. Contribui-se, assim, para um ambiente mais competitivo e atrativo que beneficiará inclusive os grandes programas de desestatizações, outro assunto emergencial que justifica a existência desta Medida. Espera-se que, ao equacionarmos nosso ambiente com o resto do mundo desenvolvido, abrindo a possibilidade desse tipo de fundo, conforme futura regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, consigamos um aumento de investimentos em geral. Importante consequência desse aumento é a tendência de uma valorização maior dos ativos a serem desestatizados, o que ocasionará, ao fim e ao cabo, que mais recursos estejam disponíveis à Administração para a realização de políticas públicas de saúde e educação, por exemplo. (BRASIL, 2019b).

Esse marco regulatório foi recebido com bastante otimismo pelo mercado, o que pode ser percebido, para além de toda a literatura sobre o assunto, nas manifestações encaminhadas para a Comissão de Valores Mobiliários em sede de audiência pública. O artigo 1.368-C, §2º,

¹⁵ Algumas das leis ordinárias que disciplinavam aspectos relativos a fundos de investimento até a entrada em vigor da LLE são: Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965; Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; Lei 8.668, de 25 de julho de 1993; Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007; e Lei 13.043, de 13 de novembro de 2014.

¹⁶ Artigo 1.368-C, §3º.

¹⁷ Artigo 1.368-D, I.

¹⁸ Artigo 1.368-D, III.

¹⁹ Artigo 1.368-E, §1º.

²⁰ Artigo 1.368-D, II.

²¹ Atualmente, as instruções CVM nº 555 e nº 578 estabelecem responsabilidade solidária entre os prestadores de serviços do fundo de investimento. Esse cenário é tido como um dos fatores que elevam os custos com o serviço de administração fiduciária, haja vista que os administradores fiduciários tenderiam a cobrar taxas maiores devido ao potencial risco de serem responsabilizados por atos dos demais prestadores de serviço.

do Código Civil, inserido pela LLE, dispõe que competirá à CVM disciplinar o novo regime jurídico dos fundos de investimento. Não de outro modo, em dezembro de 2020, a autarquia lançou a Audiência Pública SDM 08/20, buscando ouvir os *players* do mercado e demais interessados a respeito da proposta de algumas flexibilizações nas regras de investimento em FIDCs e dos fundos 555²². Conforme consta no edital da Audiência Pública (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2020, p. 1):

Considerando que a LLE tem o objetivo de aproximar o mercado local de práticas mais comuns nos mercados mais desenvolvidos, o presente projeto normativo tem como meta elaborar uma proposta de regulamentação para os fundos de investimento que seja aderente à filosofia e aos ditames da LLE, sempre tendo em conta o funcionamento eficiente do mercado e os custos de observância para seus participantes.

Para Yazbek (2020), a necessidade de uma base legal sólida para a indústria de fundos é justificada por três razões, quais sejam: (i) a limitação do modelo vago e impreciso vigente; (ii) a revisão do tipo de responsabilidade de cada agente, tendo em vista que com o passar dos anos estruturas mais complexas foram surgindo; e (iii) o aumento de litígios envolvendo o segmento.

Fato é que, para além de eventuais críticas realizadas no âmbito acadêmico e doutrinário²³, a LLE parece ter destravado alguns caminhos para o aperfeiçoamento e desenvolvimento do arcabouço regulatório que sustenta o mercado de capitais brasileiro. Justiça seja feita, muito já estava sendo realizado pelo regulador na busca por um mercado mais aquecido, democrático e eficiente, as recentes normas permitindo o investimento do pequeno investidor em *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) e *crowdfunding* são mostras disso²⁴. Mas, considerando a velocidade e intensidade com que o mercado tem crescido, muito ainda há que se fazer para atender os objetivos maiores da LLE, quais sejam, tornar nosso mercado mais atrativo e competitivo frente ao resto do mundo, permitindo o acesso de uma maior gama de investidores.

²² Fundos de Investimento regulados pela Instrução CVM nº 555 (BRASIL, 2014b). Esses fundos compõem a grande maioria da indústria e podem ser divididos entre: Fundos de Renda Fixa, Fundos de Ações, Fundos Multimercado e Fundo Cambial.

²³ Em seu trabalho “A tal lei da liberdade econômica”, o professor Tomasevicius Filho (2019) sustenta a tese de que a LLE pouco tem a acrescentar ao direito brasileiro, e que a expressão “Declaração de direitos e liberdade econômica” seria pura retórica, não produzindo nada de novo em face do que já está garantido no artigo 170 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

²⁴ Em 2017, a CVM lançou a Instrução CVM nº 588, permitindo o acesso dos investidores de varejo às empresas de pequeno porte por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo – *crowdfunding*. Por sua vez, a flexibilização de investimentos em empresas estrangeiras por via de *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) ocorreu em 2020, com a Resolução CVM nº 3.

4 A flexibilização dos requisitos regulatórios enquanto fator de desenvolvimento

Feitas as devidas considerações sobre o ambiente regulatório vigente, e considerando o momento atual do investidor brasileiro, bem como os conceitos discutidos quanto à relevância do investimento em valores mobiliários no processo de formação de poupança e de planejamento financeiro, passaremos a tratar mais diretamente da viabilidade de flexibilização dos requisitos regulatórios e seu impacto no desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, na própria economia do país.

4.1 O mercado de capitais e o desenvolvimento econômico

O desenvolvimento nacional é um dos objetivos fundamentais de República Federativa do Brasil, consagrado no artigo 3º da Carta Magna (BRASIL, 2022). Por sua vez, em seu artigo 192, o diploma dispõe que o sistema financeiro nacional será estruturado para promover o desenvolvimento equilibrado do país. Para Berté (1998, p. 27), o Sistema Financeiro é elemento fundamental de estímulo ao processo de formação de poupança e investimento, os quais por sua vez são conceitos básicos para qualquer discussão sobre desenvolvimento econômico.

Medeiros (1987) divide o Mercado Financeiro em quatro submercados: (i) o Mercado de Crédito, utilizado para o financiamento de curto e médio prazo; (ii) o Mercado de Capitais, responsável pelo financiamento de médio e longo prazo das empresas; (iii) o Mercado Monetário, utilizado para o financiamento de curtíssimo e curto prazo; e (iv) o Mercado Cambial, que por sua vez é utilizado para a conversão de moedas. Utilizando essas classificações como objeto de análise, Berté (1998, p. 39) vai dizer que, ao atuar no financiamento de longo e médio prazo das empresas, o Mercado de Capitais é um dos principais sustentadores do desenvolvimento econômico. Segundo ele:

Além de agilizar o processo de transferência de recursos, facilitando as atividades de poupança e investimento através da criação de ativos padronizados, como as ações e as debêntures, acaba exigindo a divulgação de informações das empresas, aumentando a transparência do negócio e ocasionando um maior fluxo de informações a respeito da oferta e demanda de recursos. Isto acaba reduzindo o custo desta informação, dinamizando o mercado e tornando-o mais eficiente, aumentando conseqüentemente a eficiência do sistema econômico. (BERTÉ, p. 40).

O economista americano Goldsmith foi um dos primeiros a apontar para uma relação positiva entre o desenvolvimento do mercado de capitais e da economia de um país. Desde então, diversos autores se debruçaram sobre o tema. Levine (1997, p. 689), economista da Universidade da Califórnia, em Berkeley, foi um dos que seguiram os passos de Goldsmith e pontua que:

Estudos sugerem que instrumentos financeiros, o mercado e as instituições que o integram surgem com a função de mitigar os custos informacionais e de transação. Além disso, os estudos demonstram que esse fenômeno influencia no crescimento das taxas de poupança, nas decisões de investimento, na inovação tecnológica, e no crescimento econômico de longo prazo. (LEVINE, 1997, tradução nossa)²⁵.

Ainda segundo o autor (2004, p. 87), haja vista o fato de a dinâmica financeira e econômica se tratar de processos em constante transformação, um sistema regulatório mais flexível sempre promoverá níveis de desenvolvimento superiores em comparação aos sistemas mais rígidos²⁶.

Ao proporcionar o financiamento das empresas para o médio e longo prazo, o mercado de capitais cumpre um papel fundamental para o desenvolvimento econômico. O financiamento das empresas gera a expansão de suas operações e, conseqüentemente, o aumento da oferta de empregos, investimento em infraestrutura, oferecimento de novos serviços à sociedade, mobilização de poupança e maior arrecadação de impostos e taxas pelo governo.

4.2 Arbitragens regulatórias

Vimos no início deste trabalho que fatores como globalização, demografia e tecnologia parecem ter afetado de forma definitiva a realidade econômica mundial, que deverá doravante conviver com uma tendência de juros baixos e, conseqüentemente, exigir maior nível de diversificação e exposição a risco por parte dos investidores. Menos de duas décadas atrás, as taxas de juros no Brasil andavam próximo de 20% ao ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, c2022), retornos vertiginosos para uma quase ausência de risco²⁷. A conjuntura atual parece

²⁵ Do original: “*Theory suggests that financial instruments, markets, and institutions arise to mitigate the effects of information and transaction costs. Furthermore, a growing literature shows that differences in how well financial systems reduce information and transactions costs influence saving rates, investment decision, technological innovation, and long-run growth rates.*”

²⁶ Do original: “*The financial needs of the economy are continuously changing, so that more flexible legal systems do a better job at promoting financial development than more rigid systems.*”

²⁷ A teoria das finanças define a taxa livre de risco como aquela que mede o retorno mínimo da economia. No Brasil, tem-se como referência a taxa Selic divulgada pelo Banco Central. A existência de uma *free risk rate*, do

indicar que não veremos patamares como esse se repetirem, o que direcionará cada vez mais a pessoa física para investimentos com maior potencial de retorno. E isso já vem acontecendo de forma exponencial.

Nesse sentido, além de toda atuação que se espera do regulador no sentido de proporcionar novas possibilidades aos participantes do mercado e investidores, se faz necessário equalizar algumas distorções regulatórias que estão presentes na legislação atual e que não parecem se justificar. No segundo capítulo deste trabalho, observa-se que hoje os investidores são divididos em três diferentes categorias e que essa classificação é utilizada como parâmetro para a concessão de permissões para investimentos. Em especial, percebe-se que o investidor de varejo é o que encontra maiores restrições de acessos. Ocorre que, da forma como as regras se estruturam, é possível que muitas estratégias de investimento sejam replicadas de forma indireta, e pior, de modo a expor o pequeno investidor a um risco potencial maior.

Exemplos que ilustram melhor algumas dessas situações são: (i) a grande maioria de CRIs são vedados aos investidores de varejo, porém são permitidos Fundos de Investimento Imobiliário que contenham CRIs, de modo que o investidor pode acessar este ativo de forma indireta; (ii) são vedados investimento em Fundo de Investimento em Direito Creditório de debêntures (FIDC), porém é permitido o investimento direto em debêntures, de modo que o investidor de varejo poderia montar uma carteira própria replicando a carteira do respectivo FIDC; (iii) de modo semelhante, é vedado o investimento em fundos que invistam 100% de sua patrimônio no exterior, sendo permitido, em contrapartida, o investimento em BDRs, títulos representativos de ações de empresas estrangeiras.

Permitir que o investidor replique determinadas estratégias e produtos diretamente, mas restringir o acesso os mesmos ativos através de produtos geridos e administrados por instituições profissionais e especializadas, é uma notável arbitragem regulatória. Ao analisar as manifestações dos participantes do mercado em sede de Audiência Pública, as críticas a esse ponto se repetem, estando bem representada no texto da Empiricus e Vitreo (2021, p. 14):

É permitido hoje ao varejo investir em *equity crowdfunding*, ativo extremamente ilíquido e concentrado. Uma ótima oportunidade de investimento, sem dúvida nenhuma, mas bastante ilíquido e com um nível reduzido de informações. É permitido ao varejo comprar BDRs de qualquer nível, possibilitando ao investidor montar sua própria carteira no exterior, com suas próprias percepções de diversificação e risco – além da facilidade para abrir uma conta em uma corretora no exterior, com plataforma em português.

original em inglês, teria sido introduzida por James Jobim, em 1958. Silveira, Famá e Barros (2002) afirmam que sua contribuição foi essencial para a teoria das finanças e da formação de portfólios.

Com alguns cliques, compra diversos tipos de criptomoedas fora do ambiente regulado. E todas essas novas possibilidades são ótimas.

Mas nos chama a atenção a classificação de risco de um BDR ser melhor do que a de um FIM que necessariamente obedece a limites de diversificação, sem alavancagem.

Se compararmos essas permissões às restrições que hoje são impostas a diversas categorias de fundos de investimento, a legislação parece sugerir que o investidor de varejo, ao investir em um fundo gerido por uma equipe especializada, cuja função é passar o dia todo fazendo investimentos, está menos seguro do que no cenário em que ele toma diversas das decisões descritas no parágrafo acima de forma individual.

A legislação e a autorregulação atuais acertadamente impõem diversas regras e padrões minimamente aceitáveis para a operação de gestoras de recursos, administradores fiduciários, distribuidores de produtos etc. São necessárias áreas de *Compliance* e de Gerenciamento de Risco dedicadas e independentes, bem como políticas, controles internos e métricas de risco que passam pelo crivo do regulador e do mercado como um todo. Tudo isso com o objetivo de garantir a segurança e eficiência da indústria e proteger o investidor. Ocorre que, talvez pelo fato de existirem diversas instruções e resoluções da CVM que tratam cada qual de um produto diferente, as quais sofreram revisões com o passar dos anos, também de forma apartada, hoje o arcabouço regulatório permite distorções que vão justamente no caminho contrário à proteção do investidor de varejo.

4.3 A modernização dos requisitos regulatórios

Em sede de Análise de Impacto Regulatório (AIR), em julho de 2021, a Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM publicou um interessante estudo sobre os requisitos para o investimento em valores mobiliários, o qual gerou insumos importantes para identificar os impactos positivos de uma maior flexibilização das regras aplicáveis aos investidores de varejo para o acesso a produtos financeiros. A AIR, prática que surgiu nos EUA e que é adotada por países membros da OCDE, é, sem dúvida, um dos grandes avanços trazidos pela LLE, com previsão em seu art. 5^o²⁸. Por meio desse instrumento, previamente à edição de

²⁸ Art. 5º As propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, editadas por órgão ou entidade da administração pública federal, incluídas as autarquias e as fundações públicas, serão precedidas da realização de análise de impacto regulatório, que conterà informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo para verificar a razoabilidade do seu impacto econômico. Parágrafo único. Regulamento disporá sobre a data de início da exigência de que trata o caput deste artigo e sobre o conteúdo, a metodologia da análise de impacto regulatório, os quesitos mínimos a serem objeto de exame, as hipóteses em que será obrigatória sua realização e as hipóteses em que poderá ser dispensada (BRASIL, 2019a).

um ato normativo de interesse geral, é possível que se tenha uma noção geral dos possíveis efeitos que serão provocados e seus impactos econômicos. Tomasevicius Filho (2019, p. 111-112) diz que, “com essa regra, exigir-se-ão justificativas mais técnicas para a elaboração de normas relacionadas à intervenção do Estado na economia”, o que tem o potencial de prevenir custos de transação e excesso de regulação. Por sua vez, Yazbek e Silva (2018, p. 13) assim o definem:

A análise de impacto regulatório nada mais é, assim, que a avaliação dos efeitos prováveis de uma nova regulação ou de reformas regulatórias, funcionando como um instrumento para enfrentar problemas e fornecer soluções que tenham por base conclusões obtidas, preferencialmente, a partir de dados empíricos. Ela permite estimar as consequências de decisões regulatórias, pelo questionamento de seus custos, benefícios e da efetividade das medidas consideradas (isto é, da capacidade que elas têm de alcançar os objetivos almejados), bem como pela verificação das alternativas existentes (que podem, inclusive, passar por uma decisão de não regular).

No referido estudo, a ASA entrevistou mais de 5000 investidores, de diferentes perfis, sendo que 78% foram investidores de varejo, ou seja, com menos de R\$ 1 milhão investidos, 20% foram investidores qualificados e 2% investidores profissionais. As respostas coletadas permitem conclusões bastante interessantes e que confirmam as hipóteses traçadas até aqui, quais sejam, a insatisfação do investidor de varejo para com a oferta de investimentos financeiros hoje disponíveis, em especial com relação aos mercados de securitização e *private equity* (ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS, 2021, p. 72-74).

As propostas que surgiram desta análise de impacto regulatório se dividiram em duas frentes: de um lado, propõe-se a flexibilização nos requisitos para investidores de varejo; e, do outro, a proposta é repensar os critérios de classificação de investidores.

A ampliação dos requisitos regulatórios é medida que se impõe, dado todo cenário apresentado. Já faz 18 anos desde o lançamento da Instrução CVM nº 409, que regulava os fundos de investimentos e que foi substituída, em 2014, pela atual Instrução CVM nº 555. Desde então, o mercado passou por mudanças profundas, novos produtos apareceram, a tecnologia se desenvolveu e os investidores se sofisticaram, porém muitas das regras continuam inalteradas, como a restrição para o investimento em *private equity* via FIP, produto que tem ganhado cada vez mais atenção não só no Brasil, mas mundialmente. A flexibilização dessas regras é de extrema importância, seja para a diversificação e rentabilidade do investidor, seja para o fomento da inovação e empreendedorismo. A Endeavor Brasil sintetiza esse sentimento em sua manifestação na audiência pública SDM 08/2020:

No ecossistema empreendedor, o capital de risco é fundamental para o crescimento das empresas, uma vez que elas realizam investimentos constantes para manter as altas taxas de inovação e investir em capital humano, o que tem reflexo no volume de empregos gerados e também na remuneração individual oferecida por esses negócios. Para além da oferta de capital, os fundos de capital de risco desenvolvem nas empresas competências de gestão, conhecimento específico de indústrias e acesso a rede de contatos. Um dos entraves para o desenvolvimento do nosso ecossistema é a complexidade regulatória dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), que impõe alto *compliance* e alto custo de manutenção para os veículos de investimento. Atualmente, o capital de risco tem sido um ativo cada vez mais considerado pelos investidores brasileiros. No entanto, a maioria deles têm investido nos fundos que possuem estrutura *offshore*, uma vez que as regulações são mais flexíveis e, com isso, estimulam uma maior entrada de capital de pessoas naturais e jurídicas. (ENDEVOR, 2021, p. 1-2).

Igualmente, os parâmetros utilizados para qualificação de investidor já não encontram fundamentos na dinâmica atual do mercado, com o investidor de varejo ganhando cada vez mais relevância e interesse por parte dos grandes *players*, um movimento que se convencionou chamar “revolução das sardinhas”.²⁹ Um investidor com mais de R\$ 1 milhão em aplicações não possui, necessariamente, um maior conhecimento sobre produtos e riscos associados, podendo ter acumulado seu patrimônio com recursos oriundos de profissão completamente alheia ao mercado de capitais. Por outro lado, muitos profissionais que atuam diretamente neste mercado e possuem experiência e conhecimento suficientes para suportar maiores riscos, mas que não possuem patrimônio, são impedidos de acessar os diversos produtos. A estrutura atual parece premiar o investidor que possui maior patrimônio, às custas da diversificação e maior potencial de retorno dos pequenos investidores. Com base num *benchmark* internacional, a Análise Econômica e Gestão de Riscos (2021, p. 77) propõe a redução desse critério para algo em torno de R\$ 627 mil, ou o equivalente a 600 salários-mínimos, patamar certamente mais adequado e racional.

4.4 O *suitability* como mecanismo de proteção

Para manter sua atuação no sentido da proteção do investidor e, ainda assim, abrir caminhos para que o mercado de capitais possa se desenvolver no seu máximo potencial, se exigirá da CVM uma atuação muito mais fiscalizatória do que intervencionista. Em sua

²⁹ No mercado de capitais, investidores de maior relevância e com maior poder de movimentar o mercado, como bancos e gestores de recursos, são vulgarmente chamados de “tubarões”, enquanto os investidores pessoa física atuando por conta própria são denominados “sardinhas”.

manifestação na audiência pública SDM 08/20, o Itaú Unibanco (2021, p. 23), importante instituição financeira do país, acertadamente diz que “a simplificação e o foco na punição das não conformidades, e não na imposição de um único ‘módus operandi’ é o caminho adequado para um mercado sadio, crescente, inovador com livre concorrência [...]”.

Nesse sentido, a Análise do Perfil do Investidor (API, ou *suitability*) se mostra como um dos principais mecanismos de proteção do investidor. O “dever de *suitability*” foi uma das maiores contribuições do regulador para o mercado, tendo sido abordado pela CVM em 2013, quando da edição da Instrução nº 539³⁰. Esse mecanismo cria a obrigação de os agentes financeiros verificarem o perfil e o apetite a risco do investidor previamente à recomendação de serviços e produtos, de modo que o investidor possa tomar sua decisão de investimento pautado nesses limites. Os perfis, normalmente traçados a partir de um questionário respondido pelo investidor, cujo teor gira em torno de seus conhecimentos sobre finanças e produtos, situação patrimonial e reação dentre certas situações de mercado, podem variar de instituição para instituição, mas normalmente se dividem entre três e cinco: conservador; balanceado; moderado; arrojado; e agressivo. Do outro lado, segundo metodologia própria da instituição, os produtos são também classificados dentro de um desses perfis de risco, sendo possível verificar a adequação do produto ao apetite a risco do investidor. O dever de *suitability* não impede que o cliente opte por um produto cuja classificação de risco seja superior ao seu perfil, desde que ateste por escrito a ciência deste “desenquadramento”.

Para além dos benefícios que o *suitability* já proporciona atualmente, muito ainda há para se aprimorar, o que demonstra o potencial que esse instrumento pode alcançar como ferramenta de proteção do investidor. Deccax (2020) estudou as práticas de *suitability* entre diversos participantes do mercado e percebeu uma ampla diversidade, concluindo que a regulação vigente ainda torna sua eficácia bastante questionável. Ele ainda propôs uma reformulação do modelo vigente, utilizando-se de variáveis psicográficas e demográficas, com o objetivo de proporcionar maior efetividade e racionalidade ao processo.

5 Conclusão

O presente trabalho pretendeu defender a importância de uma flexibilização dos requisitos regulatórios vigentes para o investimento em valores imobiliários como medida de democratização do acesso aos produtos financeiros, bem como fator essencial para o

³⁰ Atual Resolução CVM 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.

desenvolvimento do mercado de capitais. Foi apresentado um panorama geral do perfil do investidor de varejo, que hoje é visto como muito mais participativo, informado e sofisticado, mas que ainda é restringido por regras – algumas com mais de 18 anos de vigência – que não traduzem de forma adequada a dinâmica do mercado atual.

Além de diversas restrições de produtos ainda impostas ao investidor de varejo, como os fundos de *private equity*, fundos de investimento em direitos creditórios, fundo de investimento no exterior, produtos de securitização etc., foram percebidas diversas arbitragens regulatórias, as quais consistem na permissão do acesso a alguns produtos de forma direta e restrição para o investimento indireto via fundo de investimento, gerido e administrado por profissionais certificados. Como foi observado pela análise de impacto regulatório promovida pela ASA, os resultados de se flexibilizar as regras atuais, assim como de se repensar o conceito de investidor qualificado, reduzindo patrimônio financeiro mínimo, serão muito positivos para o desenvolvimento da indústria.

Diversos economistas estudaram e demonstraram a correlação positiva existente entre o grau de desenvolvimento do mercado de capitais de um país e o desenvolvimento de sua economia. Certamente, uma das principais razões desse fato se dá pela importância que os mercados de capitais possuem no financiamento de longo prazo, gerando investimentos e empregos por parte das companhias. Dessa forma, o desenvolvimento do mercado nacional é um objetivo a ser buscado. Levando isso em consideração, a CVM, enquanto reguladora do mercado de capitais brasileiro, surge como personagem central, possuindo o importante papel de abrir uma estrada segura e moderna para que o mercado possa se desenvolver em seu máximo potencial, sem, contudo, deixar de resguardar o pequeno investidor.

Nesse sentido, foi proposta uma maior e melhor utilização do instrumento conhecido como Análise do Perfil do Investidor, ou *suitability*, que, em que pese já produzir efeitos muito positivos enquanto mecanismo de proteção e educação do investidor, ainda pode ser muito explorada e aperfeiçoada, alcançando ainda maior eficácia. Nesse cenário, haveria um regulador menos intervencionista e mais fiscalizador, atuando prioritariamente na identificação e punição de eventuais não conformidades. Uma regulação que ofereceria mais oportunidades do que limitações.

Referências

ALBUQUERQUE, P. As lições que a “Revolta dos Sardinhas” nos deixa. **Versatille**, São Paulo, ed. 118, 14 abr. 2021. Disponível em: <https://versatille.com/as-lico-es-que-a-revolta->

dos-sardinhas-nos-deixa/#:~:text=Na%20chamada%20%E2%80%9CRevolta%20dos%20Sardinhas,a%20varejista%20de%20games%20GameStop. Acesso em: 28 abr. 2022

ALMEIDA, M.; MAMONA, K. Quem são os novos investidores da bolsa de valores. **Exame**, São Paulo, 5 jun. 2020 Disponível em: <https://exame.com/seu-dinheiro/quem-sao-os-novos-investidores-da-bolsa-de-valores/>. Acesso em: 1 maio 2022

AMSTALDEN, Rodolfo. Em que ponto estamos do *financial deepening*. **Empiricus**, São Paulo, 3 mar. 2021. Disponível em: <https://www.empiricus.com.br/newsletters/viva-de-renda/em-que-ponto-estamos-do-financial-deepening/>. Acesso em: 8 maio 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Consolidado de Distribuição de Produtos do Varejo**. São Paulo, mar. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/varejo-private-e-gestores-de-patrimonio/varejo-consolidado-mensal.htm. Acesso em: 8 maio 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Influenciadores de Investimentos**. Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/influenciadores-de-investimentos.htm. Acesso em: 7 maio 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Raio X do Investidor**. 4. ed. Rio de Janeiro, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2021.htm. Acesso em: 7 maio 2022.

ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS (ASA). **Investidores no Mercado de Capitais Brasileiros: uma análise dos critérios regulatórios para investimento em valores mobiliários**. Rio de Janeiro, jul. 2021. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/air_investidores-no-mercado-de-capitais-brasileiro_2021-07-19.pdf/view. Acesso em: 3 out. 2021

ASSESSORIA DE ANÁLISE ECONÔMICA E GESTÃO DE RISCOS (ASA). **Requisito de exclusividade nas atividades de Agentes Autônomos de Investimento**. Rio de Janeiro, nov. 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/analise-de-impacto-regulatorio-air-requisito-de-exclusividade-nas-atividades-de-agentes-autonomos-de-investimento-assessoria-de-analise-economica-e-gestao-de-riscos-da-cvm-novembro-2020>. Acesso em: 3 out. 2021

AUDIÊNCIA dos influenciadores de investimentos chega a 91,5 milhões de seguidores. **Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)**. São Paulo, 24 fev. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/audiencia-dos-influenciadores-de-investimentos-chega-a-91-5-milhoes-de-seguidores.htm. Acesso em: 7 maio 2022.

B3 ATINGE 4 milhões de contas em renda variável. **Brasil, Bolsa, Balcão (B3)**, São Paulo, 3 nov. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/4-milhoes-de-pfs.htm. Acesso em: 15 maio 2022.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Cidadania Financeira**. Brasília, DF, 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/documentos_cidadania/RIF/Relatorio%20Cidadania%20Financeira_BCB_16jan_2019.pdf. Acesso em: 3 out. 2021,

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas – Histórico**. Brasília, DF, c2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 1 maio 2022.

BANCO Inter mira na “força dos sardinhas” com novos produtos para o varejo. **SpaceMoney**, São Paulo, 6 abr. 2021. Disponível em: <https://www.spacemoney.com.br/geral/banco-inter-mira-na-forca-dos-sardinhas-com-novos-produtos-para/164558/>. Acesso em: 28 abr. 2022.

BERTÉ, C. M. **Importância e evolução crítica do mercado de capitais no Brasil e a situação dos acionistas minoritários**. 1998. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 1998. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/5087>. Acesso em: 1 abr. 2022.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, [2022]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 10 abr. 2022.

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, p. 16037, 9 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 30 abr. 2022.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, p. 1, 11 jan. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 30 abr. 2022.

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, p. 1, 20 set. 2019a. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 30 abr. 2022.

BRASIL. Ministério da Economia, Ministério da Justiça e Segurança Pública e Advocacia-Geral da União. Exposição de Motivos Interministerial nº 00083/2019 ME AGU MJSP. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. **Portal da Presidência da**

República, Brasília, DF, 30 abr. 2019b. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaodemotivos-157846-pe.html>. Acesso em: 5 maio 2022.

BODIE, Z.; MERTON, R.; SAMUELSON, W. Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life Cycle Model. **Journal of Economic Dynamics and Control**, [s. l.], v. 16, n. 3-4, p. 427-449, jul./out. 1992. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/016518899290044F>. Acesso em: 3 maio 2022.

CERCA de 16% dos brasileiros das classes D e E investiram em 2021; poupança lidera, diz pesquisa. **Valor Econômico**, São Paulo, 6 maio 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/05/06/cerca-de-16percent-dos-brasileiros-das-classes-d-e-e-investiram-em-2021-poupanca-lidera.ghtml>. Acesso em: 6 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, 19 dez. 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>. Acesso em: 15 maio 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, 23 dez. 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 15 maio 2022.

DECCAX, R. **Proposição de uma nova API (Análise de Perfil do Investidor) para verificação de “Suitability” por exigência regulatória e para fins comerciais**. 2020. Tese (Doutorado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: https://www.coppead.ufrj.br/wp-content/uploads/2021/06/Tese_Ronaldo_Deccax.pdf. Acesso em: 20 out. 2021.

EMPIRICUS RESEARCH PUBLICAÇÕES; VITREO DTVM & VITREO GESTÃO DE RECURSOS. Manifestação ao Edital de Audiência Pública SDM 08/2020. **Comissão de Valores Imobiliários**, São Paulo, 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 3 out. 2021.

ENDEVOR BRASIL. Manifestação ao Edital de Audiência Pública SDM 08/2020. **Comissão de Valores Imobiliários**, São Paulo, 14 abr. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 3 maio 2022.

ENGELBERG, L. C.; ZELMANOVITS, N. A Lei da Liberdade Econômica e os Fundos de Investimento. **Machado Meyer**, São Paulo, 5 nov. 2019. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/bancario-seguros-e-financeiro-ij/a-lei-da-liberdade-economica-e-os-fundos-de-investimento>. Acesso em: 5 maio 2022.

FINKELSTEIN, M. E. Assimetria de Informações no Mercado de Capitais. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, Lisboa, ano 1, n. 5, p. 1025-1049, 2015. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2015/5/2015_05_1025_1049.pdf. Acesso em: 29 abr. 2022.

FREITAS, R. de S. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

GODWIN, Andrew. The Lehman Minibonds Crisis in Hong Kong: Lessons for Plain Language Risk Disclosure (May 31, 2010). **UNSW Law Journal**, Melbourne, v. 32, n. 2, p. 547-586, 2009. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1618123>. Acesso em 9 maio 2022.

GOLDSMITH, R. W. **Financial Structure and Development**. New Haven, Connecticut: Yale University Press, 1969.

ITAÚ UNIBANCO. Manifestação ao Edital de Audiência Pública SDM 08/2020. **Comissão de Valores Imobiliários**, São Paulo, 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 3 maio 2022.

LEVINE, R. Finance and Growth: theory and evidence. **National Bureau of Economic Research**, Massachusetts, Working Paper n. 10766, p. 1-118, set. 2004. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w10766/w10766.pdf. Acesso em: 14 abr. 2022.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, [s. l.], v. 35, n. 2, p. 688-726, jun. 1997. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2729790>. Acesso em: 15 abr. 2022.

MEDEIROS, P. de T. **O que é o mercado de ações?** Rio de Janeiro: Simposium Consultoria e Serviços Técnicos, 1987.

MODIGLIANI, F.; BRUMBERG, R. Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. In: KURIHARA, K. K. (ed.). *Post-Keynesian Economics*. New Brunswick: Rutgers University Press, 1954. p. 388-436., p. 388-436.

MODIGLIANI, F. Tests of the Life Cycle Hypothesis of Savings: Comments and Suggestions. **Oxford University Institute of Economics & Statistics**, Oxford, v. 19, i. 2, p. 99-124, 1957. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-0084.1957.mp19002002.x>. Acesso em: 20 abr. 2022.

NOVAS regras para PF, CVM vs Influencers e crescimento da Bolsa | Marília entrevista Marcelo Barbosa. [São Paulo], 2022. 1 vídeo (25 min). Publicado pelo canal Nord Research. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=nTMYW7jaVbY>. Acesso em: 30 abr. 2022.

O PAPEL da CVM. **Portal do Investidor**, Rio de Janeiro, c2022. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/papel_CVM.html. Acesso em: 1 maio 2022.

OS VÁRIOS mundos das ações. **Estadão**, São Paulo, 25 abr. 2021. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,os-varios-mundos-das-acoas,70003691345>. Acesso em: 15 maio 2022.

SILVEIRA, H. P. D.; FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. D. C. Conceito de taxa livre de risco e sua aplicação no Capital Asset Pricing Model: um estudo exploratório para o mercado brasileiro. ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2, Rio de Janeiro, 2002. **Anais [...]**. Rio de Janeiro: IBMEC, 2002.

TOMASEVICIUS FILHO, E. A Tal “Lei da Liberdade Econômica”. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 114, p. 101-123, jan./dez. 2019. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/176578/164052>. Acesso em: 1 abr. 2022.

UMA análise da evolução dos investidores na B3. **Brasil, Bolsa, Balcão (B3)**, São Paulo, nov. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/4-milhoes-de-pfs.htm. Acesso em: 3 out. 2021

YAZBEK, O. A Lei n. 13.874/2019 e os Fundos de Investimento. *In*: SALOMÃO, L. F.; CUEVA, R. V.; FRAZÃO, A. (coord.). **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2020. p. 551-570.

YAZBEK, O. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007.

YAZBEK, O.; SILVA, L. S. A. **O Mercado de Capitais e a Redução do Custo de Observância**. São Paulo: CFA Society Brazil, 2018. Acessível em: https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2020/07/cfa_book_5_152x228mm_181018_www.pdf. Acesso em: 01 maio 2022.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Felipe Kevin da Silva

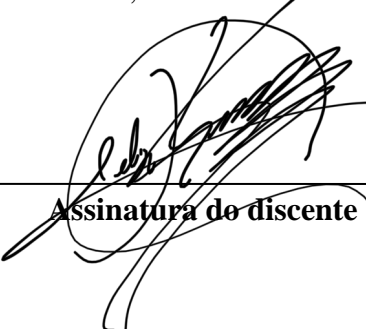
discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 4178174-0, período noturno, turma T, tendo realizado o TCC com o título: O IMPACTO REGULATÓRIO PARA O INVESTIMENTO EM VALORES MOBILIÁRIOS: UMA ANÁLISE DA ADEQUAÇÃO DOS REQUISITOS REGULATÓRIOS APLICÁVEIS AO INVESTIDOR DE VAREJO

sob a orientação do(a) Professor(a) Dr. Luiz Antonio Scavone Junior

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 20 de maio de 2022.



Assinatura do discente