

À
Superintendência de Desenvolvimento do Mercado
Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Audiência Pública SDM 08/20

1 Introdução e preâmbulo da minuta

Faço referência ao edital de Audiência Pública SDM 08/20, que versa basicamente da reformulação geral e modernização dos fundos de investimentos regulados por essa autarquia, em grande parte por função da recente Lei da Liberdade Econômica (LLE) e do Decreto no 10.139/2019.

As considerações aqui seguem a sequência dos assuntos conforme dispostos na Minuta da referida audiência pública, eventualmente detalhada em anexos para melhor encaminhamento de questões específicas.

1.1 Fundos fora do arcabouço desta audiência

A minuta faz menção de outros fundos que, por suas particularidades, devessem ficar fora da referida norma ou ter tratamento específico, nos seguintes termos:

A CVM aproveita a oportunidade para indagar aos participantes da audiência pública se há tipos ou categorias de fundos de investimento atualmente vigentes que, em função de sua natureza e de suas particularidades, mereceriam um tratamento diferenciado, sendo tratados em norma própria específica e, conseqüentemente, fora do arcabouço da norma objeto desta audiência.

Gostaria de aproveitar a oportunidade de sugerir algo na direção oposta, de mencionar estruturas que são parecidas com fundos, quais devessem ser trazidos para dentro dessa norma de Fundos de Investimentos Financeiros (FIF), a saber, os clubes de investimento.

A sugestão específica é de atribuir aos Clubes de Investimento (CI) as mesmíssimas regras de tipologia de aplicações e concentração, em função de sua classe e da qualificação dos participantes.

Essa sugestão parte da observação que os clubes de investimentos hoje se resumem a fundos de Investimento em Ações (FIA) subdesenvolvidos. Atraem para si a mesma tributação dos FIA sem ter a sua disposição os ferramentais de administração de risco disponíveis aos FIA, em suas variadas formulações.

Num contexto mais geral, a sugestão é de adequar e inserir os Clubes de Investimento dentro da norma geral dos FIFs.

O detalhamento dessa sugestão segue no final do documento. Infelizmente essa proposta não estava pronta a tempo de ser incluída no processo de admissão da primeira rodada de *sandbox* regulatório CVM, mas dado o contexto de proximidade dos clubes de investimento e os FIFs, julgo oportuna a consideração desse importante passo no desenvolvimento da cultura de investimentos nacional.

1.2 Liberdade *versus* efeito da nova ICVM 555

A minuta cita, em seu item (3):

Ou seja, em uma opção regulatória aderente ao espírito liberal da lei, a efetiva utilização das inovações por ela trazidas, observadas certas limitações previstas na Minuta e explicadas na sequência, será de livre pactuação entre prestadores de serviços e investidores.

[...]

No que tange à possibilidade de limitar a responsabilidade de cada cotista ao valor de suas cotas, a lei buscou implementar uma blindagem eficiente para os investidores.

[...]

Adicionalmente, visando destacar para os investidores informação relevante para uma tomada refletida de decisão de investimento, a Minuta: dispõe que a denominação do fundo deve conter o sufixo "Responsabilidade Ilimitada", se for o caso (art. 5o, § 3o); e cria o "Termo de Ciência e Assunção de Responsabilidade Ilimitada" (art. 20, § 2o).

Ainda que o texto trate corretamente que as alterações são todas opcionais, em espírito e na prática, há algumas questões a enfatizar.

Um dos efeitos práticos da nova ICVM 555 é que todos os fundos de investimento abertos vão amanhecer um belo dia com "Responsabilidade Ilimitada" no nome. Provavelmente gerando uma enorme quantidade de correspondências, físicas ou digitais, alertando os investidores dessa importante não alteração, mas com algum potencial de geração de pânico.

Uma coisa é nada mudar. Fundos abertos são hoje, no geral, de responsabilidade ilimitada. Mas é algo que é de pouca a nenhuma atenção do público investidor. Eis que receber um comunicado que "agora" o fundo tem responsabilidade ilimitada de todos os cotistas, responsabilidade essa totalmente solidária, tende a despertar olhos arregalados e mil perguntas preocupadas de "e se?" – coisa que já tive experiência própria inúmeras vezes.

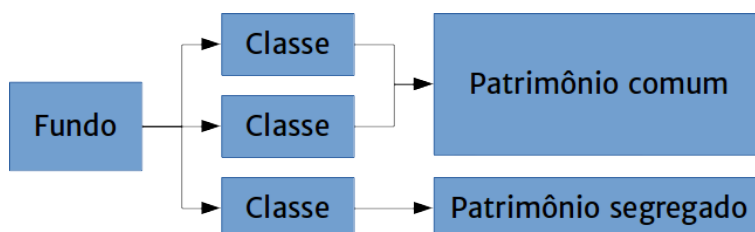
Além do pânico inicial, haverá também uma enxurrada de assembleias visando a migração de fundos de responsabilidade ilimitada para limitada, fora outras adaptações da nova Resolução. Enxurrada essa que vai passar sem maiores problemas em fundos de investimento de institucionais, mas que vão falhar miseravelmente em fundos de investimento de público geral, infinitamente pulverizados, gerando uma despesa monumental e inócua.

Ainda que cedo, há de se pensar em produzir uma iniciativa de educação, para mitigar esses

fenômenos, e de possivelmente também em uma forma de convocação única e massificada. Algo como uma convocação por edital, para que os investidores acompanhem por si as convocações e resultados de assembleias através dos sites dos administradores em vez de 4 cartas físicas (duas assembleias, convocação e resultado respectivamente).

1.3 Classes de cotas e patrimônios segregados

Com relação ao previsto da LLE artigo 1.368-D, agora todos os fundos podem em princípio conter classes de cotas, com diferentes direitos e obrigações, e em paralelo a isso, também patrimônio segregado para cada classe, esquematizado na seguinte imagem.



Já a minuta hierarquiza de uma forma distinta, padronizada, com uma nova nomeação:



Ou seja, a lei fala de classes que podem ter patrimônio segregado, enquanto que a minuta unifica patrimônio segregado e classe, abrindo subclasses dentro de patrimônio-segregado-classe.

A alteração na minuta algo incomoda, mas aqui tenho dificuldade de fazer uma sugestão mais concreta que tentar manter o padrão da lei e a atual definição de classe, já em uso no mercado de capitais. A minha sugestão, geral, é de se encaminhar uma revisão da minuta no sentido de:

1. Caso existam diferentes patrimônios segregados, com direitos e obrigações distintos, o administrador deve constituir patrimônios especiais distintos, com escrituração contábil apartada de cada patrimônio segregado, em CNPJ filial próprio, podendo cada patrimônio segregado conter uma ou mais classes de cotas;
2. Caso existam diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, dentro de um mesmo patrimônio segregado ou patrimônio único do fundo, o administrador deve constituir metodologias objetivas de precificação de cada classe de cotas, e em regulamento indicar quais cotas compartilham quais patrimônios segregados;
3. O regulamento do fundo define se o fundo contará com diferentes patrimônios segregados ou patrimônio único, e se cada patrimônio fará emissões de cotas em classe

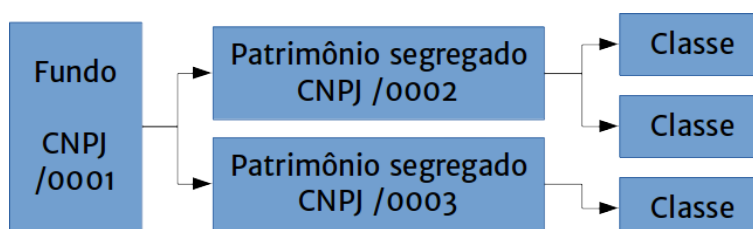
única ou se contará com diferentes classes de cotas, sendo que novas classes podem ser registradas na CVM durante o funcionamento do fundo;

Em resumo, a proposta acima mantém a hierarquia Fundo > Patrimônio Segregado > Classe de Cotas, mantém simetria com o disposto na lei, e mantém os termos hoje utilizados no mercado (classe de cotas significa direitos distintos entre outras cotas) e somente acrescenta o patrimônio separado entre fundo e classe.

A proposta acima não tem a mesma rigidez interpretativa da minuta, onde classe e patrimônio segregado significam uma coisa só e sempre a mesma coisa, mas tem a vantagem de não exigir alterações substanciais em toda nomenclatura de mercado e todo o estoque existente.

Especificamente, a proposta acima fala de patrimônio separado com escrituração contábil própria em CNPJ filial. Essa não é uma alteração apenas cosmética. Visa lidar com a situação de sistemas de protesto e arresto, onde uma ordem judicial contra um patrimônio separado acabe afetando outro patrimônio separado, por pura rigidez de sistemas informatizados que fazem arrestos e bloqueios especificamente contra números de CNPJ. Em havendo patrimônios separados em CNPJ filiais, ao menos esse problema fica mitigado.

Além disso, o próprio CNPJ filial em ajuda a criar a efetiva distinção entre patrimônios separados, em princípio e na prática, facilitando assim que a minuta e lei sigam a mesma sistemática hierarquia de fundo/patrimônio/classe, onde patrimônio e classe podem ser únicos ou múltiplos, independentemente, como esquematicamente ilustrado a seguir:



1.4 Insolvência civil, mas também iliquidez corrente

A minuta menciona, sobre insolvência civil, que:

Registre-se que, embora a lei utilize a expressão “patrimônio insuficiente”, fazendo alusão à insuficiência do patrimônio para honrar obrigações do fundo, a Minuta opta por utilizar o conceito contábil de patrimônio líquido negativo, que é eminentemente contábil e, assim, de aferição quantitativa. Desse modo, para fins de caracterização de “patrimônio insuficiente”, o patrimônio líquido da classe de cotas será considerado negativo quando o passivo exigível for superior ao ativo total.

Após ler os demais artigos do Código Civil, já alterado pela LLE, fica mais claro que o conceito de patrimônio insuficiente já é bastante próximo do conceito de patrimônio líquido negativo (Art. 955 da Lei 10.406), mas acredito ser sim extremamente valiosa a definição em termos contábeis.

Eu aproveito o contexto para sugerir a inclusão de terminologia e procedimentos gerais em caso

de iliquidez do fundo, ou seja, a situação que ele ainda está solvente civil (ativos maiores que passivos), porém apresenta insolvência comercial (incapaz de honrar pagamentos financeiros).

A proximidade de conceitos variados que utilizam o termo “insolvência” e “iliquidez” é bastante confusa – eu mesmo tive dificuldade nas primeiras lidas da minuta, ao interpretar a insolvência civil como iliquidez corrente. Então é com certa relutância que sugiro acrescentar mais essa definição próxima.

Mas acredito se tratar de tema importante, não só do ponto de vista de regulação, mas também de acompanhamento. Especificamente, as sugestões são na linha de:

1. Definir o conceito de liquidez para FIFs, ou algo próximo disso;
2. Definir campos em formulários de acompanhamento;
3. Definir eventos gerais em FIFs a serem seguidos por administradores e gestores em casos de eventos de iliquidez (comunicados, fatos relevantes, restrições outras);

As sugestões acima parte das seguintes considerações gerais, correlatas ao assunto de insolvência:

1. O custo de observância desse indicador é baixo;
2. Fundos que chegam a situação de insolvência geralmente passam pela situação de iliquidez corrente, e portanto esse indicador é um sinal de alerta prévio, ainda mais se o fundo/patrimônio permanecer nessa situação por longos períodos;
3. Fraudes em fundos costumam ser perpetrados de forma sequencial e cumulativa, em fundos já ilíquidos na prática, a fraude se perpetuando pela condição de solvência civil apontada na contabilidade.

Ou seja, a liquidez corrente tem vários paralelos em relação a solvência civil, e daí o interessante das mesmas serem tratadas em conjunto na norma geral.

A minuta exemplifica situações práticas onde a insolvência de uma classe de cotas se espalha pelo fundo (aqui usando a terminologia da minuta, onde classe cotas igual patrimônio separado) e insolvência igual a patrimônio líquido negativo. Acredito que seja extremamente válido reler o texto, usando a terminologia acima, onde patrimônio segregado tem CNPJ filial, de forma que é o patrimônio que tem PL negativo em princípio – depois refletindo isso nas cotas associadas – e não mais o fundo, que no caso o CNPJ matriz literalmente não tem patrimônio algum.

Fica a sugestão de inclusive isso ser especificamente positivado em norma, mitigando assim os riscos apontados na minuta. A saber, algo nas linhas de:

“Caso existam diferentes patrimônios segregados, com direitos e obrigações distintos, o administrador deve constituir patrimônios especiais distintos, com escrituração contábil

apartada de cada patrimônio segregado, em CNPJ filial próprio, podendo cada patrimônio segregado conter uma ou mais classes de cotas. Nesses casos o fundo constituído contará com CNPJ matriz próprio, sem patrimônio associado.”

2 Comentários à minuta da Resolução

Seguem variadas sugestões específicas de alteração da redação da minuta, em linha com os comentários acima.

Art. 2 VI

VI – assembleia especial de cotistas: assembleia para a qual são convocados somente os cotistas de determinada(s) classe(s) de cotas;	VI – assembleia segregada de cotistas: assembleia para a qual são convocados somente os cotistas de determinada(s) classe(s) de cotas; [alternativamente] VI – assembleia segregada de cotistas: assembleia para a qual são convocados somente os cotistas de determinado(s) patrimônios segregados;
---	--

Art. 2 inciso XXI

XXXIV – taxa total de serviços: montante total das taxas, na forma de percentual do patrimônio do fundo, que incidem sobre o fundo de forma a remunerar todos os seus prestadores de serviço (base 252 dias);	XXXIV – taxa total de serviços: montante total das taxas, na forma de percentual do patrimônio do fundo em fundos abertos, ou o custo efetivo total do último ano no caso de fundos fechados, que incidem sobre o fundo de forma a remunerar todos os seus prestadores de serviço (base 252 dias);
---	--

Comentário: Em fundos imobiliários é intensa a discussão sobre custos, ainda em amadurecimento, dentro da miríade de formas e fórmulas de cobrança. Ainda mais no contexto de patrimônios segregados. Esse dispositivo merecerá exceção no anexo específico de FII, provavelmente na forma atual da ICVM 472.

Trata-se de uma discussão maior, onde começa-se um movimento de se estabelecer taxas de gestão e de performance em função de indicadores de desempenho interno aos fundos, ao invés de indicadores financeiros gerais de mercado, novamente, principalmente em fundos imobiliários, a exemplo do já acontece em REITs norte-americanos.

Art. 2 (inclusão)

	XXI – eventos que obrigam o administrador a verificar se o fundo se encontra em iliquidez corrente;
--	---

Art. 59

Art. 59. O fundo de investimento e suas classes de	Art. 59. O fundo de investimento e suas classes de
--	--

<p>cotas devem ter escrituração contábil próprias, devendo as suas contas e demonstrações contábeis ser segregadas entre si, assim como segregadas das demonstrações contábeis do administrador.</p>	<p>cotas devem ter escrituração contábil e CNPJs filiais próprios, devendo as suas contas e demonstrações contábeis serem segregadas entre si, assim como segregadas das demonstrações contábeis do administrador.</p> <p>[alternativamente]</p> <p>Art. 59. O fundo de investimento e seus patrimônios segregados devem ter escrituração contábil e CNPJs próprios, admitindo-se a utilização de CNPJs filiais, devendo as suas contas e demonstrações contábeis serem segregadas entre si, assim como segregadas das demonstrações contábeis do administrador.</p>
--	--

Art. 61 (inclusão)

	<p>Parágrafo primeiro: incluem-se no disposto do caput as demonstrações financeiras de investimentos do fundo, quando utilizadas na formulação da demonstração financeira do fundo;</p> <p>Parágrafo segundo: É proibida a imposição de quaisquer restrições durante a disponibilização acima referida, salvo a eventuais custos de reprodução.</p>
--	---

Art. 65 (inclusão)

	<p>? – plano de resolução de iliquidez; e</p>
--	---

A insolvência civil é uma situação extrema. Porém até chegar lá o fundo ou patrimônio especial provavelmente passou por longos períodos de iliquidez corrente. Pode ocorrer ainda que um momentâneo problema de iliquidez então levar o fundo a situação de insolvência civil final e fatal. De forma que essa inclusão apresenta grande benefício potencial e tem baixo custo de observação.

Tem o efeito profilático indireto de dificultar fraudes continuadas em fundos inicialmente constituídos com esse escuso objetivo.

Artigo 70

<p>§ 2º No caso de utilização de meio eletrônico, o administrador deve adotar meios para garantir a autenticidade e a segurança na transmissão de informações, particularmente os votos, que devem ser proferidos por meio de assinatura eletrônica ou outros meios igualmente eficazes para assegurar a identificação do cotista.</p>	<p>§ 2º No caso de utilização de meio eletrônico, o administrador deve adotar meios para garantir a autenticidade e a segurança na transmissão de informações, particularmente os votos, que devem ser proferidos por meio eletrônico que possibilite a identificação do cotista.</p>
--	---

Comentários: em resumo, a alteração visa enfraquecer substancialmente o requisito, em particular substituindo assinatura eletrônica e meio eletrônico “igualmente eficaz para

assegurar” os cotistas, por mero meio eletrônico que possibilite a identificação do cotista.

A primeira grande questão é que, no limite, “assinatura eletrônica” seja interpretado como um certificado digital emitido sob a estrutura do ICP Brasil. Não é o que está escrito, por certo, mas o que é, então, assinatura eletrônica? Um certificado digital próprio, auto assinado, vale? Um link clicável enviado por e-mail é “igualmente eficaz para assegurar a identificação do cotista”? (meu grifo).

Que pode-se resumir a isso. E-mail vale, como no modelo indiano?

E um link gerado dentro de uma área logada de clientes de uma corretora ou banco?

Essas duas questões são extremamente pertinentes no que se refere as soluções hoje mais utilizadas, qual sempre geram dúvidas.

E são formas que não “asseguram” a identificação do cotista, ao menos não “igualmente” em termos de uma assinatura eletrônica por certificado digital na estrutura do ICP Brasil.

Então vamos dar esse passo em definitivo. De forma clara, de forma direta.

E-mail vale. Link dentro de área logada em corretora vale.

Esses são meios eletrônicos que possibilitam a identificação do cotista. Mas só isso.

A primeira parte do parágrafo, que fala de adotar meios para garantir a autenticidade e a segurança na transmissão de votos, está correta, e acho que deve ser estritamente mantida como tal. Apenas solicito comentário da CVM no sentido que isso pode ser realizado através de contratação de terceiro, exclusivo e não ligado, para o serviço de coleta e processamento de votos.

E que a aplicação de metodologia digital deva ser aplicada consistentemente. Já é algo de praxe que aquela votação que o administrador deseja então vale tudo, particularmente só responder “sim” num e-mail, e aquela votação que o administrador desfavoreça seja realizada exclusivamente por correios físico, em duas vias, com assinatura necessariamente autenticada via cartório.

Artigo 70 (inclusão)

	§ 4º O quórum das assembleias devem ser informados em seu início.
--	---

Outro subterfúgio, que muito tem ocorrido. Na assembleia presencial dá um resultado, mas “depois”, na apuração oficial, “aparecem” votos enviados remotamente. Isso em completo descaso com o parágrafo anterior à essa inclusão.

Trata-se de dispositivo de baixíssimo custo de observação e que aumenta substancialmente a integridade formal das assembleias.

Artigo 71

§ 5º Para os efeitos de cômputo de quórum e manifestações de voto, na assembleia geral ou especial de cotistas a cada cota caberá uma quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio líquido do fundo ou da classe, conforme o caso.	§ 5º Para os efeitos de cômputo de quórum e manifestações de voto, na assembleia geral ou especial de cotistas a cada cota caberá uma quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio líquido do fundo ou da classe, conforme o caso, no caso de fundos abertos, e a um voto por cota, no caso de fundos fechados.
--	---

Artigo 74

I – os únicos cotistas forem, no momento de seu ingresso no fundo, as pessoas mencionadas nos incisos I a III do caput; ou	I – os únicos cotistas forem, no momento da convocação da assembleia, as pessoas mencionadas nos incisos I a III do caput; ou
--	---

Resolve uma assimetria em relação ao Art. 73 (podem votar apenas os inscritos na data de convocação) e resolve uma escapatória, onde o cotista conflitado fica eternamente autorizado a votar desde que tenha participado da criação do fundo, ainda que com posição irrisória, somente para satisfazer a condição desde artigo.

Artigo 95

Art. 95. É vedado ao fundo a aplicação em cotas de fundos que nele invistam, assim como é vedada a aplicação de recursos de uma classe em cotas de outra classe do mesmo fundo.	Art. 95. É vedado ao fundo aberto a aplicação em cotas de fundos que nele invistam, assim como é vedada a aplicação de recursos de uma classe em cotas de outra classe do mesmo fundo aberto.
---	---

Comentários: em fundos fechados, onde está ausente o resgate de cotas, a estratégia de compra de cotas de patrimônios segregados não só pode ser possível, como pode ser parte da estratégia de liquidez de um patrimônio segregado em relação a outro, via mercado secundário. Um dispositivo diferente da mera preferência de subclasses entre si, num mesmo dado patrimônio separado.

Art. 99 Fundos Previdenciários, o que lembra de contas previdenciárias individuais

Nesse artigo não há uma sugestão específica, porém ele despertou o assunto correlato de se implantar no Brasil os equivalentes de contas de aposentadoria pessoal, algo imitando as contas IRA dos Estados Unidos, ou, uma aproximação para o caso brasileiro, contas individuais com tributação nos moldes de PGBL e VGBL.

Por se tratar de assunto complementar à presente audiência, o detalhamento da sugestão segue como um anexo.

Art. 105 ao 108, porém tratando da situação de iliquidez

Aqui novamente não ofereço sugestão específica ao texto base, mas sugiro criar novos artigos com base nos artigos mencionados, com o foco na situação de falta de liquidez corrente dos fundos, seus eventos e procedimentos.

Provavelmente seriam versões menores e mais suaves dos atuais artigos 105 ao 108, mas com a iliquidez em foco. Lembrando que iliquidez corrente frequentemente é um prenúncio de problemas no fundo, que podem se agravar até o ponto de PL negativo, que por isso eu acredito que se trata de matéria geral a ser normatizada.

O custo regulatório é mínimo, dado que um indicador de liquidez corrente é resultado direto da escrituração contábil do fundo, já realizado em sistemas automatizados, e um evento de iliquidez corrente seria qualquer primeiro pagamento que o fundo deixe de realizar por falta de disponível, uma coisa imediatamente observável.

Um capítulo de iliquidez corrente seria independente do fundo ser de responsabilidade limitada ou ilimitada, diferentemente do capítulo de PL negativo.

Art. 105

IV – determinar que o administrador entre com pedido de declaração judicial de insolvência do fundo.	IV – determinar que o administrador entre com pedido de declaração judicial de insolvência da classe de cotas ou do fundo, conforme o caso.
§ 2º Caso seja tomada em sede de assembleia especial de cotistas, a deliberação a que se refere o inciso IV do § 1º deve ser ratificada pela assembleia geral de cotistas, a ser imediatamente convocada pelo administrador.	V – o pedido de declaração judicial circunscreve-se apenas à classe de cotas [alternativamente, ao patrimônio separado] que apresenta patrimônio líquido negativo, só sendo estendível ao fundo no caso de se tratar de única ou última classe de cotas do fundo. § 2º [excluído]

A alteração no inciso IV é dado porque a assembleia pode ser da classe de cotas em sede de assembleia especial (ou seja, de um patrimônio segregado em vez do fundo). Um assembleia de patrimônio segregado aprovar a insolvência do fundo é um fato gerador de confusão patrimonial, e não deve ter previsão nem em princípio.

Ato seguinte, o § 2º versa sobre ratificar uma decisão causadora de confusão patrimonial, e também não deve ser prevista nem em princípio.

Não pode um patrimônio segregado de qualquer forma interferir em outro patrimônio segregado, sob pena de jogar o princípio da responsabilidade limitada pela janela. Seria o mesmo que autorizar que a decisão de assembleia de um fundo de investimento poder impactar outro fundo de investimento, não relacionado, que não apenas por compartilharem um mesmo administrador.

Art. 107

Art. 107. Tão logo tenha ciência de qualquer pedido de declaração judicial de insolvência do fundo, o administrador deve divulgar fato relevante, nos termos do art. 58.	Art. 107. Tão logo tenha ciência de qualquer pedido de declaração judicial de insolvência de classe de cota ou do fundo, o administrador deve divulgar fato relevante, nos termos do art. 58.
--	---

Parágrafo único. Qualquer pedido de declaração judicial de insolvência do fundo constitui um evento de avaliação obrigatório do patrimônio líquido do fundo pelo administrador.	Parágrafo único. Qualquer pedido de declaração judicial de insolvência de classe de cota ou fundo constitui um evento de avaliação obrigatório do patrimônio líquido das classes do fundo pelo administrador.
---	---

Os eventos de declaração judicial preferencialmente devem ocorrer sobre o patrimônio separado (classe de cotas), quando houver, e essa deve ser sempre a primeira opção mencionada.

Art. 108

<p>Art. 108. Tão logo tenha ciência da declaração judicial de insolvência do fundo de investimento, o administrador deve adotar as seguintes medidas:</p> <p>I – divulgar fato relevante, nos termos do art. 58; e</p> <p>II – efetuar o cancelamento do registro de funcionamento do fundo na CVM.</p> <p>§ 1º Caso o administrador não adote a medida disposta no inciso II de modo tempestivo, a SIN deve efetuar o cancelamento do registro, informando tal cancelamento por meio de ofício encaminhado ao administrador e de comunicado na página da CVM na rede mundial de computadores.</p> <p>§ 2º O cancelamento do registro do fundo não mitiga as responsabilidades decorrentes das eventuais infrações cometidas antes do cancelamento.</p>	<p>Art. 108. Tão logo tenha ciência da declaração judicial de insolvência de classe de cota ou do fundo de investimento, o administrador deve adotar as seguintes medidas:</p> <p>I – divulgar fato relevante, nos termos do art. 58; e</p> <p>II – no caso de classe de cota, efetuar o encerramento de registro da classe na CVM;</p> <p>III – no caso de fundo, efetuar o cancelamento do registro de funcionamento do fundo na CVM.</p> <p>§ 1º Caso o administrador não adote a medida disposta nos incisos II e III de modo tempestivo, a SIN deve efetuar o cancelamento do registro da classe ou fundo, informando tal cancelamento por meio de ofício encaminhado ao administrador e de comunicado na página da CVM na rede mundial de computadores.</p> <p>§ 2º O cancelamento do registro de classe de cota ou do fundo não mitiga as responsabilidades decorrentes das eventuais infrações cometidas antes do cancelamento.</p>
---	---

Conforme comentários referentes o art. 107, porque pode um patrimônio segregado falhar e o fundo continuar.

Art. 109

III – o tratamento a ser conferido aos direitos e obrigações dos cotistas que não puderam ser contatados quando da convocação da assembleia.	III – o tratamento igualitário a ser conferido aos direitos e obrigações dos cotistas que não puderam ser contatados quando da convocação da assembleia.
--	--

Acréscimo de “igualitário”. Só para fechar a porta contra tratamento desigual entre cotistas presentes e ausentes na assembleia.

Alternativamente, “equitativo”. Alternativamente, “, não desproporcional,”

Alternativamente (inclusão): “O tratamento dispensado aos cotistas ausentes não pode ser desproporcional em relação aos demais cotistas, contatados ou presentes na assembleia.”

Art. 112

Parágrafo único. O administrador deve manter à disposição da CVM, após o prazo de 90 (noventa) dias, contado da data de entrega dos documentos referidos nos incisos I e II, o parecer de auditoria relativo ao demonstrativo de liquidação a que se refere o § 2o do art. 109.	Parágrafo único. O administrador deve manter à disposição da CVM, após o prazo de 5 (cinco) anos, contado da data de entrega dos documentos referidos nos incisos I e II, o parecer de auditoria relativo ao demonstrativo de liquidação a que se refere o § 2o do art. 109.
---	--

Todos os demais documentos tem expurgo apenas em 5 anos. A redação atual inclusive está em conflito com a do Art. 119.

3 Encerramento

Sem mais, e agradecendo novamente a oportunidade de participar dessa audiência pública, encerro.

São Paulo, 19 de Março de 2021

André Luis Ferreira da Silva Bacci

Anexo: Detalhamento à inclusão dos Clubes de Investimento (CI)

A proposta, em grande resumo, é incluir os Clubes de Investimento na norma geral de FIFs, principalmente no que concerne a sua tipologia em ativos, qualificação de investidores e tributação.

Esse é um ponto onde uma ilustração talvez seja muito mais elucidativa, na forma da seguinte tabela. Estou sugerindo a criação das seguintes novas classes de clubes de investimentos:

	Ações	Cambial	Multimercado	Imobiliário
Público Geral	CI Ações Geral	N/A	CI Multimercado Geral	CI Imobiliário Geral
Inv. Qualificado	CI Ações Qualificado	N/A	CI Multimercado Qualificado	CI Imobiliário Qualificado
Inv. Profissional	CI Ações Profissional	N/A	CI Multimercado Profissional	CI Imobiliário Profissional

Um passo além, já adicionado na tabela acima, é de incluir os fundos de investimento em cotas de fundos imobiliários (FIC-FII) aos FIF, ou alternativamente, de majorar substancialmente a capacidade dos fundos multimercados de investir em FII.

A sugestão de igualar os clubes de investimento aos FIF não é só um capricho, mas um passo importante no desenvolvimento da cultura de investimentos nacional. Isso porque a cultura brasileira é extremamente oral, de relacionamento interpessoal, disseminada quase literalmente pelo "boca a boca". O que cria a situação onde a disseminação se alastra tão lentamente quanto possível.

Eu cito meu exemplo próprio. Pertencço a uma numerosa família, com centena de pessoas em relacionamento direto. Eu também invisto em bolsa a mais de década, tenho livro na área e ocasionalmente participo de eventos online de investimentos em renda variável no geral, e fundos de investimento imobiliário em específico. E qual o impacto disso na minha extensa família? Nenhum.

Isso porque a capacidade operacional de meus familiares se resume a "fazer uma transferência". Apenas e somente isso. É com uma pontualidade britânica que esses parentes me perguntam de "investimentos", de "bolsa". E é com absoluta certeza que o assunto morre em sequência, a qualquer menção de "abrir conta em corretora", "ler relatórios para escolher ativos".

Outra grande tradição é a pergunta, tão sincera quanto absurda: "Se eu te der o dinheiro, você investe para mim?". Absurda porque por o dinheiro alheio em conta própria não só beira o escuso, como também o dinheiro sair do nome do emprestador traz toda sorte de problemas e de confusão patrimonial no caso do tomador se complicar ou se incapacitar. "Não", é a única resposta possível.

Porém a estrutura Clube resolveriam essas questões. E as resolveriam muito bem. Porém os clubes de investimento hoje são FIAs capados, com regulações díspares entre regulação e

operacional.¹ Regulações essas que impedimos clubes de investir em fundos imobiliários,² de realizar operações cobertas sobre toda a carteira.³

Imagino que boa parte da questão regulatória sobre limitação de carteira em cobertura-garantia de operações tenha em foco a questão da alavancagem. Em assim sendo, essa questão deve ser tratada especificamente como tal, proibindo ou liberando a alavancagem em termos de modulação da exposição patrimonial do clube em função de seu público – e por isso a sugestão acima de prever e permitir clubes de investimento com variação de qualificação de público investidor – e não como é agora, onde a regulação foca em limitação saldo possível em “garantia” de operações, limitada a um percentual da carteira, que inclusive não evita uma alavancagem que exceda o patrimônio total do fundo, nem em princípio.

Em termos mercadológicos, igualar clubes em seus FIFs equivalentes, com públicos diferenciados, permite desenvolver mais rapidamente o mercado de especialistas de investimentos, e indiretamente de gestores de fundos de investimento. Isso porque os clubes, na forma de FIAs *long only*, quando dão certo, abrem à transição do clube a um fundo, mas na situação onde o gestor não tem a experiência de lidar com as novas linhas de investimento abertas. Em sendo possível clubes tipo FIF com diferenciação de público, um gestor de clube poderá fazer a transição para um proto-gestor de fundo através de um clube exclusivo de investidores qualificados ou profissionais.

Um dos maiores passos na profissionalização competitiva do mercado de capitais brasileiro veio através da regulação que permitiu a habilitação de especialistas e gestores através de certificação pura. Isso retirou uma forma de reserva de mercado que impedia a disseminação de gestores que podiam habilitar-se apenas em função de trabalhar presencialmente em gestoras anteriores.

Porém é bastante difícil de um clube de investimentos fazer a transição a um fundo de investimentos por conta dos grandes volumes envolvidos na forma última, mesmo no caso do clube que tenha um histórico de grande sucesso.

A reserva de mercado de relacionamento profissional foi vencida, mas não a reserva de mercado de volume financeiro, que ainda impede a entrada de atividade competitiva por mera restrição de estratégias disponíveis apenas em função do tamanho da estrutura de investimento (fundo ou clube), e não em função do risco que os investidores podem ou não assumir (qualificação ou não dos investidores).

1 A regulação de clubes de investimento da CVM fala de limitação da carteira dada em “garantia” de operações, porém os manuais da B3 versam sobre o mesmo tema em termos de “cobertura” de operações. A distinção parece pequena, mas tem enormes efeitos práticos. Impede por exemplo de se montar clubes de investimento de baixíssima volatilidade, em relação a uma carteira *long only*, coisa que é perfeitamente possível em FIAs, sem que isso afete sua tributação. Algo que seria extremamente desejável em clubes de investimento, que em princípio reúne um público iniciante e bastante avesso a variações quaisquer.

2 Ainda que tributariamente ineficiente em rendimentos, seria a única forma no exemplo da minha família.

3 Por exemplo, montar um clube de investimento que em grande parte tem só lançamento coberto, que mais se assemelha a retorno de renda fixa em vez de renda variável.

Esse é um resultado esperado, possível e interessante de se igualar os clubes aos FIFs, em termos de alocação, público e tributação.

Anexo: Sugestão de contas previdenciárias realmente individuais

O mínimo sugerido a uma saudável e rentável carteira de investimentos é que ela seja diversificada. Muito bonito na teoria, e até comprovado na academia, mas que gera quase a impossibilidade de se implementar corretamente. Isso porque:

1. Uma carteira diversa provavelmente será longa, que gera extenso e trabalhoso acompanhamento direto do investidor, na forma de rastrear os investimentos em si, seus eventos acionários ou temporais, nos mais variados mercados onde faça a diversificação;
2. Conhecer, acompanhar e executar os mais variados regramentos tributários, de cada classe que diversificar e em cada investimento que realizar, novamente tendo de apropriadamente saber e executar absolutamente corretamente todos os efeitos tributários de toda e qualquer movimentação e/ou evento acionários específico de cada investimento;
3. Calcular, compensar e pagar tributos no caso de investimentos com tributação fora da fonte (ações, FII, BDRs, opções, emissões, cisões, bonificações, etc);
4. Declarar extensamente, detalhadamente e corretamente tudo isso na Declaração de Imposto de Renda Pessoa Física (DIRPF) anual.

Em resumo, investir no Brasil, fora dos fundos de grandes bancos, é difícil pra caramba. Para incentivar a cultura de investimentos, alguma outra forma de incentivo prático precisa ser implantada.

Uma solução simples de implantar e simples de explicar seria a criação de contas de investimento específicas, que ataquem essas e somente essas duas dificuldades. Funcionaria assim: dentro dessas contas, todos os rendimentos e ganhos de capital são isentos, e você só é tributado na hora que realiza saques. Seriam dois tipos de contas:

- Contas de investimento gerais: Nessas contas os depósitos e saques não são incentivados. Os rendimentos e ganhos realizados dentro da conta ficam isentos. Os saques são isentos até igualar com os depósitos efetuados, e a partir desse ponto são tributados na fonte na alíquota fixa de renda fixa, como fundos de investimento multimercados;
- Contas de investimento previdenciárias: Parecidas com as contas simples, com a diferença que depósitos aqui podem ser abatidos na Declaração de Imposto de Renda com as mesmas regras de previdências privadas, e com a mesma tributação dessas na hora do saque.

Ou seja, essas contas funcionariam como “fundos de investimento pessoais”, onde as pessoas poderiam investir tranquilamente qualquer ativos negociados em mercados organizados, com tributação na fonte, postergada e super simplificada.

Mas não é só a tributação complicada que afasta os investidores da bolsa, mas também a mera declaração. Investir em fundos e previdências hoje é fácil porque vem uma única linha a registrar na DIRPF, a do próprio fundo, não importando quantos ativos esses fundos tenham internamente. A mesma coisa precisa ser aplicada as contas de investimento. Isso incentivará a diversificação de investimentos sem trazer a complicação de rastrear e detalhar cada investimento.

A diferença entre as contas é para trazer o benefício fiscal que existem nas previdências privadas, um incentivo que já existe hoje, mas que acaba sendo enormemente consumido em custos e taxas diretos. O poupador que não queria administrar os próprios investimentos deve arcar com esses custos. Porém o investidor que cuida dos seus investimentos não tem esse benefício. Ou seja, é dado um benefício fiscal apenas àqueles que terão boa parte do benefício consumido em despesas, uma completa ineficiência de mercado.

Tal questão ganha ainda auspícios anticompetitivos, já que aqueles que não usem tal sistemática com custos são penalizados pela ausência do benefício, uma espécie de reserva de mercado implementada indiretamente.

Porem as cotas de investimento implementadas conforme acima, trazem uma séries de vantagens, diretas e indiretas:

1. Estende o benefício fiscal a toda base de poupadores, tornando o custo de administração uma opcionalidade em vez de uma obrigatoriedade (eficiência, competitividade);
2. Coloca toda tributação de renda variável do investidor na fonte, eliminando sonegação;
3. Retira a ineficiência prática da diversificação de investimentos, e habilita a realizar a administração patrimonial, própria ou terceirizada, com a mesma simplicidade de investimento único ou pulverizado (duas linhas a declarar na DIRPF, uma em Bens e Direitos, outra em Rendimentos Tributáveis);
4. Transfere toda a responsabilidade tributária a entes mais capacitados para tal (bancos, corretoras), em sistemática simples de implementar (FIFO de depósito e retiradas, ou cotização por saldos + marcação a mercado).

Trata-se de matéria não só regulatória, imagino, por conter matéria tributária. Mas também trata-se de algo que talvez possa ser implementado diretamente através de normatização do CMN, ao estender as regulações atuais de PGBL e VGBL a contas individuais administradas por entidade ou pela própria pessoa natural da conta.