

São Paulo, 15 de abril de 2021

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro
20159-900 – Rio de Janeiro – RJ

SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger
(via e-mail: audpublicaSDM0820@cvm.gov.br)

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20. Minuta de resolução que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios.

Senhoras e Senhores,

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20, de 1º de dezembro de 2020, conforme atualizado em 03 de dezembro de 2020 (“Edital”), que coloca em discussão minuta de resolução que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos (“Resolução”), incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros (“Anexo Normativo I”) e aos fundos de investimento em direitos creditórios (“Anexo Normativo II”), cujo objetivo é modernizar a regulação dos fundos de investimento brasileiros (“Minuta”).

Inicialmente, gostaríamos de cumprimentar essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Comissão”) pela constante iniciativa de suscitar o debate acerca de medidas de aprimoramento da regulamentação relacionada aos fundos de investimento no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Tendo em vista as importantes inovações decorrentes da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“Lei da Liberdade Econômica”) no ordenamento jurídico brasileiro, o crescimento expressivo da indústria de fundos de investimento no Brasil nos últimos anos, bem como a importância dada pelos investidores nacionais e internacionais aos aspectos da agenda ambiental, social e de governança (“ESG”), torna-se ainda mais oportuna a busca pelo aprimoramento da regulamentação dos fundos de investimento.

Assim, vimos, pela presente, apresentar nossas considerações à Minuta de Resolução proposta no Edital, esperando com isso poder contribuir com esse nobre e importante processo.

I. RESPONSABILIDADE DOS COTISTAS (ITEM 3.1 DO EDITAL)

É muito bem vinda a discussão sobre adoção de responsabilidade limitada dos cotistas, possibilitada pela nova conceituação dos fundos de investimento como condomínios especiais, conforme o recém-introduzido artigo 1.368-C do Código Civil.

Dado que a imensa maioria dos fundos deverá adotar a limitação da responsabilidade como padrão em seu regulamento, faz bem a CVM em tratar a responsabilidade ilimitada como exceção, obrigando os fundos que a adotem a destacar tal condição já em sua denominação, por meio do sufixo “Responsabilidade Ilimitada”, e a exigir “Termo de Ciência e Assunção de Responsabilidade Ilimitada” de seus cotistas.

Contudo, parece-nos que o instituto da responsabilidade limitada poderia ser melhor detalhado na nova norma. Por exemplo, o investidor que adquire cotas no mercado secundário, após o regulamento ter sido alterado para prever a responsabilidade limitada do cotista, poderá ser pessoalmente responsabilizado por fatos anteriores à alteração? Na mesma linha, o investidor que detinha as cotas à época do fato ensejador da responsabilidade isenta-se dela ao vender posteriormente as cotas no mercado secundário?

Além disso, parece-nos importante abordar as exceções à responsabilidade limitada dos cotistas, caso existam. Nesse tocante, é difícil crer que os fundos de investimento fornecerão proteção total e irrestrita aos cotistas, quando nem os sócios de sociedades anônimas e sociedades limitadas gozam de tal proteção, notadamente com relação a passivos de natureza ambientais, consumeristas, trabalhistas, dentre outros. Ao investir em uma sociedade com passivos dessa natureza, um fundo de investimento em participações, por exemplo, protegeria seus cotistas da exposição a esses passivos? Da forma como atualmente proposta, a norma da CVM passa ao mercado a impressão de que sim.

Para evitar distorções, a norma poderia excepcionar as situações “previstas em lei específica, incluindo, sem limitação, as situações que autorizam a desconsideração das pessoas jurídicas.”

Outras situações extremas podem dar margem a dúvidas. Por exemplo, poderia um FIDC ser constituído especificamente para iniciar uma ação judicial com elevado risco de perda, e assim preservar os interessados do risco de sucumbência? Deveria nesse caso o vencedor ser privado do direito de receber as verbais sucumbenciais pelo simples fato de o FIDC conter disposição sobre responsabilidade limitada em seu regulamento?

Por fim, entendemos que a proibição da adoção da responsabilidade limitada por fundos exclusivos impõe dificuldades, sem trazer as necessárias contrapartidas ao mercado. De fato, é lícito que determinada pessoa (ou grupo de pessoas), ao iniciar um novo empreendimento, esteja disposta a sujeitar apenas parcela do seu patrimônio aos riscos inerentes a esse novo projeto. Nessa hipótese, os terceiros que com ela pretendam contratar deveriam analisar se estão ou não confortáveis com o valor do patrimônio disponibilizado pelo empreendedor para o projeto. Assim ocorre com as sociedades e, da mesma forma, deveria ocorrer com os fundos de investimento.

Sob essa ótica, não é relevante se o fundo tem apenas um cotista ou uma multiplicidade de cotistas. Quando se trata de responsabilidade, o que de fato importa é que os terceiros

contratantes saibam de antemão qual o limite do patrimônio que poderão acessar para recuperar seus créditos.

Portanto, entendemos que o instituto da responsabilidade limitada não é incompatível com os fundos exclusivos. Ao manter a vedação do art. 98, parágrafo único, a CVM estimularia artificialismos desnecessários, como a constituição de fundos com múltiplos cotistas, porém com participações irrisórias (e.g., uma cota), apenas para poderem se valer da responsabilidade limitada.

Por essas razões, somos pela exclusão do parágrafo único do art. 98.

II. RESPONSABILIDADE CIVIL DOS PRESTADORES DE SERVIÇOS (ITEM 3.2 DO EDITAL)

A nosso ver, esta CVM regrou com perfeição o ponto da responsabilidade dos prestadores de serviços, retirando as amarras regulatórias e dando maior autonomia às partes para livremente pactuarem suas respectivas responsabilidades no âmbito do fundo, observadas as exceções bem pontuadas na norma.

Sobre o tema das obrigações de fiscalizar do administrador, acreditamos apenas que a imposição ao administrador do dever de fiscalizar o serviço de registro de direitos creditórios (Anexo Normativo II, art. 37, VII) criará um ônus desnecessário à estrutura do fundo, e, por consequência, um custo adicional desnecessário aos cotistas. Por ser entidade regulada, o registrador já se sujeitará à supervisão e fiscalização do Banco Central, que tem mais condições técnicas de avaliar a adequação da estrutura e dos serviços por ele prestados. Com efeito, o administrador do fundo muitas vezes carece de meios eficazes, estrutura e conhecimento para realizar essa fiscalização, notadamente no que diz respeito aos créditos “não convencionais”, tais como créditos de ações judiciais, carteiras pulverizadas de créditos vencidos, créditos aleatórios, receitas públicas, entre muitos outros.

Espera-se que o registrador tenha nível de especialização compatível com o tipo de direito creditório a ser adquirido pelo FIDC, para desempenhar adequadamente o seu papel. E por isso ele será cobrado e poderá ser responsabilizado, sem que o administrador precise figurar como fiador dos seus serviços.

III. APLICAÇÃO EM PRECATÓRIOS FEDERAIS (ITEM 6.1 DO EDITAL)

O investimento em precatórios é tarefa complexa, que exige um nível elevado de conhecimento e experiência. Há diversas questões que devem ser levadas em consideração pelo investidor na hora de adquirir um precatório, dentre as quais destaca-se: (i) análise da ação judicial que deu origem ao precatório e do seu efetivo titular no momento da cessão (risco de múltiplas cessões), (ii) possibilidade de reversão do julgado por meio de ação rescisória ou mudança de entendimento dos tribunais, (iii) passivos tributários do cedente e risco de compensação ou retenção pelo ente público devedor do precatório, e (iv) risco de penhora do precatório por credores do cedente.

Mesmo em se tratando de precatórios federais já emitidos, esses e outros riscos se fazem presentes. De fato, há inúmeros casos recentes de titulares de precatórios federais que tiveram os seus recursos total ou parcialmente retidos ou bloqueados pelos tribunais. É o caso, por

exemplo, dos titulares de precatórios oriundos de desapropriação de imóveis rurais e urbanos por interesse público. Em vista de recente decisão do STF, que abruptamente determinou a redução dos juros remuneratórios dos créditos de desapropriação de 12% ao ano para 6% ao ano, a União e o Incra ingressaram com diversas medidas objetivando o bloqueio e o cancelamento de precatórios já emitidos. O mesmo ocorreu com parte dos chamados precatórios do IAA (Instituto do Açúcar e Alcool), que foram objeto de pedidos de bloqueio e cancelamento também em virtude de mudanças de entendimento dos tribunais.

Talvez o maior risco quando se trata de precatórios federais seja o de compensação com débitos tributários do cedente. É bastante comum que, antes de disponibilizar os recursos para pagamento do precatório, ou de permitir que tais recursos sejam levantados pelo titular, a União tente obstar o pagamento ou o levantamento, pleiteando a compensação com dívidas tributárias do cedente. Portanto, é importante que o investidor monitore a regularidade fiscal do cedente durante todo o período em que detiver o precatório, e não apenas no momento da aquisição.

Por essas e outras razões, parece-nos que o investimento em precatórios federais é mais adequado a investidores qualificados e profissionais.

IV. FIDC PARA VAREJO E AQUISIÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS NP

Esse tema é tratado de forma um tanto confusa e esparsa na norma proposta. O artigo 14 trata da distribuição de cotas de FIDC junto ao público em geral, e estabelece os requisitos para tanto, dentre os quais encontra-se, no que tange à política de investimento do FIDC, a impossibilidade de aquisição de créditos a performar. Contudo, o artigo 14 nada fala sobre a impossibilidade de o FIDC de varejo adquirir direitos creditórios não-padronizados.

Na seção seguinte, que trata da subscrição e integralização de cotas, o artigo 18 estabelece que as classes de cotas cujo regulamento admita a aquisição de direitos creditórios NP são de subscrição exclusiva de investidores profissionais. Parece-nos que esse artigo 18 está inserido na seção errada, e deveria ser transferido para a seção anterior, que poderia reger, de forma clara, expressa e ordenada, o que pode ser adquirido por fundos ou classes destinadas ao varejo, a investidores qualificados e a investidores profissionais. Todas as regras sobre o que pode ou não ser adquirido por cada um desses tipos de FIDC deveria estar em uma única seção.

Por fim, quanto à caracterização de direitos creditórios como não-padronizados, parece-nos que a adoção da nova norma seja momento oportuno para que esta CVM corrija o que acreditamos seja uma distorção. Não nos parece fazer sentido que um direito creditório seja considerado “padronizado” quando é cedido por uma empresa em recuperação judicial, sem coobrigação. Mas que passe a ser considerado não-padronizado caso a essa cessão seja agregada a coobrigação do cedente em RJ. Oras, a coobrigação é uma garantia adicional de pagamento ao fundo, que passa a poder cobrar o crédito não apenas do sacado, mas também do cedente. Fato é que o fundo poderá sempre ignorar a coobrigação e cobrar o crédito apenas do sacado. Ou seja, a coobrigação não retira direitos do fundo e nem torna o crédito mais arriscado ou complexo. Na pior das hipóteses, ela não acrescentará nada ao crédito. Por essa razão, sugerimos a exclusão do item (a) do inciso I do Artigo 2º, parágrafo único, bem como a exclusão do termo “coobrigado” do inciso XIV, item “e” do Artigo 2º.

Sendo o que havia para o momento, permanecemos à inteira disposição e reiteramos nossos cumprimentos a essa D. Comissão pela iniciativa.

Atenciosamente,

CESCON, BARRIEU, FLESCH & BARRETO ADVOGADOS