

São Paulo-SP, 15 de abril de 2021.

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro
Rio de Janeiro-RJ
e-mail: audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

Ref.: Sugestões sobre a Audiência Pública SDM nº 08/2020

Prezado(a) Senhor(a) Superintendente,

VELLOZA ADVOGADOS ASSOCIADOS, sociedade com sede na Avenida Paulista, nº 901, 17º andar, na Cidade e Estado de São Paulo, inscrita no CNPJ/ME sob o nº 71.714.208/0001-10, doravante denominado simplesmente “Velloza”, vem à presença de V. Sa. apresentar sua manifestação no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020 com a finalidade de contribuir para a melhoria do Mercado de Capitais doméstico.

1. Comentários à Minuta da Resolução

1.1. Responsabilidade dos Cotistas em fundos exclusivos (art. 98)

A Minuta da Resolução prevê que seria defeso ao fundo de investimento “exclusivo” prever em regulamento a limitação da responsabilidade de seu cotista. Conforme o item 3.1 do Edital, a CVM assevera que “preocupa à CVM o dano que pode ser causado à imagem e ao funcionamento eficiente dessa indústria hipótese em que fundo de investimento de um único cotista pudesse alegar limitação de responsabilidade para não cobrir patrimônio líquido negativo”.

A nosso ver, não deveria haver proibição de limitação de responsabilidade de cotista de fundo exclusivo.

Em primeiro lugar, porque a Lei da Liberdade econômica não trouxe nenhuma limitação nesse sentido. Em segundo lugar, porque essa regra poderia ser facilmente burlada se houvesse um segundo cotista, com participação insignificante, apenas para compor a pluralidade de cotistas – tal qual ocorria em grande parte com as sociedades limitadas antes da criação da sociedade limitada unipessoal.

Igualmente, alguns investidores institucionais, tais como, entidades fechadas de previdência complementar, seguradoras, entidades abertas de previdência complementar, bancos, etc., utilizam fundos exclusivos para gestão de recursos próprios, garantidores ou não, e não poderiam se beneficiar dessa faculdade legal.

Por exemplo, pela sugestão atual, uma entidade fechada de previdência complementar que utiliza um fundo exclusivo, sob gestão de um determinado gestor, para aplicação de recursos vinculados a diferentes planos de previdência complementar, não poderia utilizar o instituto da responsabilidade limitada, impossibilitando a todos os participantes dos diferentes planos, investidores indiretos do fundo, que gozassem tal benefício.

Assim, nossa sugestão é a **exclusão** do Parágrafo Único do Artigo 98.

Art. 98. Considera-se “Exclusivo” o fundo constituído para receber aplicações exclusivamente de um único investidor profissional ou grupo de cotistas vinculado por interesse único e indissociável.

Parágrafo único. ~~O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo~~

Alternativamente, caso assim não entenda essa d. Autarquia, sugerimos que sejam excepcionados os fundos exclusivos mantidos por entidades abertas e fechadas de previdência complementar, regimes próprios de previdência social, sociedades seguradoras e outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

Art. 98. Considera-se “Exclusivo” o fundo constituído para receber aplicações exclusivamente de um único investidor profissional ou grupo de cotistas vinculado por interesse único e indissociável.

Parágrafo único. O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo, salvo se o único cotista for entidade aberta ou fechada de previdência complementar, regime próprio de previdência social, sociedade seguradora ou outra instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

1.2. Termo de Ciência e Assunção de Responsabilidade Ilimitada

A CVM propõe a criação de um “Termo de Ciência e Assunção de Responsabilidade Ilimitada” caso o fundo de investimento não adote a sistemática de responsabilidade limitada (art. 20, §2º, III).

Entendemos desnecessária a criação de um termo de ciência de responsabilidade ilimitada.

O regime jurídico atual prevê a responsabilidade ilimitada, e, por conseguinte, os investidores já suportam tal risco. Sendo assim, a criação de um documento específico para ciência desse risco seria desnecessária, bastando o apontamento na denominação do fundo, nos fatores de risco e a informação no termo de adesão e ciência de risco.

A criação de um documento adicional aumentaria a burocracia e estaria na contramão da simplificação documental e da redução de custos de observância que vêm sendo promovidas pela CVM.

1.3. Responsabilidade Solidária de Prestadores de Serviço

A CVM propõe manter a sistemática atual de responsabilidade solidária entre prestadores, perante investidores, (i) caso o serviço seja prestado para classe de cotas destinada ao público em geral (Resolução, art. 76, § 2º); (ii) contratação, pelo administrador, de serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos (Resolução, art. 79, § 6º); (iii) contratação, pelo gestor, do serviço de cogestão da carteira de ativos (Resolução, art. 80, § 5º, I, “b”); e (iv) contratação, pelo gestor, do serviço de consultoria especializada para FIDC (Anexo Normativo II, art. 38, § 3º).

Em contraponto à proposta da CVM, sugerimos que seja eliminada, em qualquer hipótese, a obrigação de estipulação de cláusula de responsabilidade solidária entre os prestadores de serviço, pelos motivos abaixo expostos.

Incompetência da CVM e Negócio Jurídico Inexistente

Por meio de instrução normativa, atualmente a CVM exige a estipulação de responsabilidade solidária em todos os contratos firmados pelo o administrador fiduciário, em nome do fundo de investimento, e o terceiro por ele contratado para prestar serviços de (i) gestão da carteira do fundo, (ii) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros e (iii) escrituração da emissão e resgate de cotas (atual art. 79, §2º, da Instrução CVM nº 555/14).

Dessa forma, a CVM, reconhecendo não ter competência legislativa para criar, por meio de instrução normativa, o vínculo de solidariedade entre o administrador fiduciário e os terceiros contratados em nome do fundo, optou por forçar as partes, sob pena de cometimento de ilícito administrativo, a constituírem vínculo de solidariedade passiva perante os cotistas do fundo de investimento.

Mutatis mutandis, a CVM interviu na declaração de vontade das partes para forçar uma solidariedade passiva em favor dos cotistas que não decorre de lei e nem da vontade livre das partes – requisito legal para existência de vínculo solidário (art. 265 do Código Civil).

As declarações de vontade no âmbito dos negócios jurídicos não podem ser forçadas, pois forçar uma declaração de vontade significa inventar uma vontade que nunca existiu. O elemento volitivo na criação da solidariedade nos casos não decorrentes de lei é pressuposto de existência da própria solidariedade, por força o disposto no Código Civil (art. 265).

Sob o ponto de vista jurídico, a falta do elemento volitivo na estipulação de responsabilidade solidária significa a própria inexistência do negócio jurídico, eis que a vontade, livre e imaculada, é pressuposto de existência de todo negócio jurídico.

Assim, entendemos que não compete à CVM tratar de responsabilidade civil, bem como não poderia impor aos regulados a estipulação de responsabilidade solidária passiva, tendo em vista que esta somente decorre de lei ou de vontade das partes – e não há vontade nessa imposição.

Justificativa regulatória da responsabilidade solidária

No âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2005/9245, de relatoria do Dr. Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16.01.2007, foi debatida a questão da responsabilidade solidária administrativa entre administrador e gestor por ele contratado, em nome do fundo de investimento.

O caso envolvia acusação por irregularidades relacionadas à composição da carteira do Fundo de Investimento Multimercado Multimarcas Brasília III, que era um fundo exclusivo do Instituto Geiprev de Seguridade Social, da Banif Primus Banco de Investimento S.A. e seu diretor, Paulo César Rodrigues Pinho da Silva, na qualidade de administrador fiduciário, e BI Asset Management Ltda. e seu diretor, Reinaldo Zakalski da Silva, na qualidade de gestor de recursos.

À época, vigorava a Instrução CVM nº 409/04, que continha disposição semelhante ao atual §2º do Artigo 79, obrigando o administrador e o gestor contratado em nome do fundo estipularem cláusula de responsabilidade solidária entre si, tal como ocorre atualmente.

Embora não aborde especificamente a questão da legalidade do dispositivo normativo sobre a estipulação de solidariedade em favor do cotista, a decisão enfrenta questões relacionadas à inexistência de solidariedade administrativa e a delegação de atividades por parte do administrador do fundo a terceiros contratados, *in verbis*:

“O que a norma do §2º do art. 57 fez foi criar um requisito para o exercício da faculdade de contratação de um gestor, pelo administrador, faculdade regularmente concedida pela Instrução. Tal requisito consiste na contratação com cláusula de solidariedade civil em favor dos cotistas, entre administrador e gestor. Ou seja: o administrador que é civilmente responsável, pode transferir a outrem parte de suas funções, mas deve conservar sua responsabilidade integral. Isto nada tem que ver com responsabilidade administrativa, e muito menos com responsabilidade administrativa solidária, que não existe, nem pode existir. A responsabilidade administrativa, como a penal, deve ser sempre pessoal, decorrente de atos ou omissões próprios. Essa separação entre responsabilidade civil e administrativa é clara na instrução 409: enquanto

o § 2º do art. 57 determina a necessidade de contratação com cláusula de responsabilidade civil solidária, e o § 3º explicita o fato de que apesar de contratar o gestor, o administrador continuará respondendo civilmente por seus atos próprios, o § 5º trata da responsabilidade administrativa, nos seguintes termos: “§5º Sem prejuízo do disposto no §2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento e às disposições aplicáveis. Entenda-se: fazendo expressa ressalva ao fato de que a subjetividade inerente à responsabilidade administrativa não afasta a solidariedade civil decorrente do contrato requerido pelo §2º, a norma do §5º deixa absolutamente cristalino que cada prestador de serviços ao fundo responde por seus próprios atos e omissões.” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/9245, Rel. Dr. Marcelo Fernandez Trindade, 16.01.2007)

Como podemos notar, o Diretor relator entendeu que a manipulação volitiva das partes a fim de constituírem vínculo de responsabilidade solidária entre si, em favor dos cotistas, configurou, na verdade, um mero “requisito para o exercício da faculdade de contratação de um gestor”.

E foi além: o administrador fiduciário, que constituiu o fundo de investimento, tinha a faculdade de transferir a terceiro, parte de suas funções, devendo conservar sua responsabilidade integral (ente delegante *vs.* ente delegado).

A partir dessa análise, a jurisprudência obsoleta do Colegiado da CVM vê o administrador de fundo de investimento como o principal responsável pelas atividades do fundo, sendo ele o responsável pela constituição, por ato unilateral, de um fundo de investimento e detendo ele todos os poderes de administração e representação do fundo, podendo contratar terceiros devidamente autorizados para a prestação de determinados serviços ao fundo, mediante delegação de poderes que lhe são “absolutos”.

Essa visão não mais se coaduna com a moderna proposta da CVM de aumentar o protagonismo do gestor. Igualmente, não se coaduna com a responsabilidade inerente aos prestadores de serviço autorizados pela própria CVM, ou seja, se a CVM concede e mantém a autorização para exercício de uma atividade regulada, é porque o solicitante atende aos requisitos legais e regulatórios para tanto.

A determinação de cláusula de responsabilidade em contratos entre prestadores de serviço é, a nosso ver, ilegal, pois extrapola a competência da CVM, que não pode legislar sobre responsabilidade civil (competência privativa da União, cf. art. 22, I, da Constituição Federal) e porque macula o negócio jurídico pela ausência do elemento volitivo na estipulação da responsabilidade solidária.

Ante o exposto, nossa sugestão é no sentido de eliminar a obrigatoriedade de se estipular responsabilidade solidária entre prestadores de serviços do fundo, especialmente entre prestadores de serviços essenciais (i.e., administrador e gestor), mesmo para fundos destinados ao público em geral.

1.4. Classes de Cotas de Diferentes Categorias no Mesmo Fundo

A CVM propõe que, caso existam diferentes classes de cotas, o administrador deve constituir um patrimônio segregado para cada classe, com direitos e obrigações distintos (art. 4º, caput), sendo obrigatório que todas as classes pertençam à mesma categoria do fundo, podendo ser constituídas subclasses, estas sem patrimônios segregados (art. 4º, § 1º e § 3º).

Nossa sugestão seria a permissão para que o mesmo fundo de investimento financeiro admita classes de cotas de categorias diferentes.

Considerando que há incomunicabilidade entre as classes de cotas, inexistindo, portanto, “contaminação” entre os patrimônios segregados, não há razão para que se proíba a constituição de um fundo de investimento financeiro com classes e cotas de diferentes categorias.

A nosso ver, caso a CVM venha a permitir a criação de classes de cotas de diferentes categorias em um mesmo fundo de investimento, a tendência é que as normas fiscais acompanhem essa estrutura e criem meios adequados para individualizar a cobrança tributária, como, por exemplo, criando um número específico de CNPJ para cada classe ou atribuindo final diferente ao mesmo CNPJ em função da classe, tal qual acontece com pessoas jurídicas que constituem filiais.

1.5. Insolvência apenas de uma determinada classe de cotas

Sugerimos que a CVM permita a possibilidade de declaração da insolvência civil para apenas uma classe de cotas, quando as demais classes permanecerem com o patrimônio líquido positivo.

A nossos ver, a vinculação de todas as classes de cotas do fundo ao regime de insolvência em caso de patrimônio líquido apenas de uma classe iria na contramão da independência das classes de cotas e respectivos patrimônios segregados.

É certo que o regime de insolvência a ser aplicado a fundos de investimento é inédito, com todos os riscos decorrentes desse ineditismo. Porém, acreditamos que a CVM pode exercer papel fundamental no direcionamento da interpretação mais adequada na aplicação do regime de insolvência para fundos de investimento que tenham diferentes classes de cotas e apenas uma delas seja objeto do processo de insolvência.

Anote-se, ainda, que em outras jurisdições onde são adotados patrimônio separados para fundos de investimento, o regime de insolvência é analisado individualmente por patrimônio.

1.6. Recebimento de rebates e o conflito de interesses

Na minuta da Resolução proposta pela CVM, a vedação ao recebimento de remuneração (rebate) se aplica ao gestor e ao consultor. No entanto, a redação utilizada trata de hipótese de recebimento de remuneração que “potencialmente prejudique a independência na tomada de decisão de investimento”.

Como sabemos, o consultor de investimentos não toma decisões de investimento em nome do fundo. Por essa razão entendemos que a redação deve ser aprimorada para:

§2º É vedado ao gestor e, se houver, ao consultor o recebimento de qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência dos serviços prestados ao fundo ~~na tomada de decisão de investimento~~.

Além disso, não houve menção específica à exceção prevista atualmente na Instrução CVM nº 555/14 (art. 92, §3º, I) que permite excepciona da vedação os investimentos realizados por fundo de investimento em cotas de fundo de investimento que invista mais de 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em um único fundo de investimento.

Entendemos que a exceção atualmente prevista deve ser mantida, pois não traz prejuízos à independência dos serviços prestados ao fundo. Dessa forma, sugerimos a inclusão de parágrafo 4º, com o seguinte teor:

§4º A vedação de que trata o §2º não incide sobre investimentos realizados por fundo de investimento em cotas de fundo de investimento que invista mais de 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em um único fundo de investimento.

1.7. Recompra de Cotas por Fundos Fechados

Sugerimos a ampliação a todos os fundos fechados do mecanismo previsto no art. 115, parágrafos 8º a 12 da Instrução CVM nº 555/14, que prevê as condições para a recompra de cotas em mercado organizado para os Fundos de Ações – Mercado de Acesso.

Trata-se de um mecanismo que visa a facilitar a liquidez nas negociações em mercado secundário e mostra ao mercado uma sinalização sobre a expectativa de resultados do fundo.

Adicionalmente, sugerimos que as cotas recompradas possam, ao invés de canceladas, serem mantidas em tesouraria e/ou ofertadas posteriormente a valor justo, seguindo as demais

diretrizes aplicadas às companhias abertas, com condições específicas de volume e oferta, informações não disponíveis ao mercado, comunicação com os investidores, entre outras.

Entendemos que as sugestões elencadas, em conjunto com as alternativas de contratação de formador de mercado, além da fiscalização e sanções previstas para coibir manipulação de preços, permitem viabilizar a listagem de fundos fechados com múltiplas alternativas de estímulo à liquidez, beneficiando o desenvolvimento de um mercado ainda incipiente.

2. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Velloza reitera que considera louvável a iniciativa desta Autarquia de aprimorar e modernizar a regulamentação dos fundos de investimento e agradece a oportunidade de manifestação ora concedida.

Em anexo, consolidamos as nossas sugestões de alterações à norma vigente, as quais refletem os comentários realizados no corpo desta manifestação.

Por fim, colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos sobre as sugestões indicadas nesta correspondência através dos contatos abaixo:

FELIPE MARIN VIEIRA

felipe.marin@velloza.com.br

Telefone: (11) 3145-0055

RAFAEL VIANA DE FIGUEIREDO COSTA

rafael.costa@velloza.com.br

Telefone: (11) 3145-0055

Atenciosamente,

VELLOZA ADVOGADOS ASSOCIADOS