

São Paulo, 15 de abril de 2021

À  
**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado  
*audpublicaSDM0820@cvm.gov.br*

**Ref.:** Audiência Pública SDM nº 08/2020

Prezados(as) Senhores(as),

**BLUEGRIFFIN GESTAO DE RECURSOS LTDA.**, sociedade inscrita no CNPJ sob o nº 34.867.534/0001-31, com sede na Av. Brigadeiro Faria Lima, 2.954, cj. 74, São Paulo - SP, 01451-901, devidamente autorizada a exercer a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria gestor de recursos, conforme Ato Declaratório nº 17.978 de 07/07/2000, representada por seu Diretor de *Compliance* e Prevenção à Lavagem de Dinheiro, Luís Felipe de Carvalho Pinto, advogado, inscrito na OAB/SP sob o nº 112.247, vem, respeitosamente, à presença de V.Sas., em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020, apresentar suas sugestões e comentários à minuta da resolução que visa disciplinar a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento (“Minuta”), nos termos abaixo.

Cumpre, de início, elogiar a iniciativa e empenho dessa D. Comissão na atualização e consolidação das normas regulatórias vigentes, visando o contínuo aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro.

No campo legislativo, merece especial destaque a edição da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19 - “LLE”) que, dentre outros tópicos, introduziu importantes inovações na disciplina jurídica dos fundos de investimento no Brasil.

A presente análise se concentra em tópico específico em que a CVM expôs especial interesse na opinião dos operadores do mercado, qual seja, a limitação da responsabilidade do cotista de fundo exclusivo, abordando também, com a necessária profundidade, temas relacionados a ativos financeiros no exterior, com ênfase ainda àqueles admitidos à negociação em mercados organizados no exterior.

## **I – LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE DOS COTISTAS**

Indaga inicialmente esta D. Autarquia a respeito da restrição da limitação da responsabilidade do cotista de fundo exclusivo diante da preocupação de dano à imagem e ao funcionamento eficiente da indústria dos fundos de investimento, caso o cotista pudesse se eximir de cobrir eventual patrimônio líquido negativo.

Compreendemos a pertinência e relevância da preocupação pois, em tese, seria permitido a qualquer investidor expor uma parcela singela do seu patrimônio a investimentos alavancados de elevadíssimos riscos em busca de vultosos retornos, na certeza de que não responderia por perdas superiores ao valor investido.

Importa, de início, observar que os fundos de investimento não foram dotados de personalidade jurídica, cuja atribuição exigiria expressa e indispensável previsão em lei, o que não ocorre.

Apesar disso, muito pouco os diferencia de um ente personificado, na medida em que possuem inequívoca capacidade de direito para, em seu próprio nome, exercer plenamente suas atividades e, a partir do novo marco regulatório implementado pela LLE, responder pelas suas obrigações com o patrimônio especial formado pelos ativos financeiros integrantes da sua carteira, podendo seu regulamento limitar a responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas (Código Civil, art. 1.368-D, I, acrescido pela Lei nº 13.874/19).

Em dissertação apresentada em 2002 para obtenção do título de mestre em Direito Comercial, perante a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, o ora signatário já enumerava diversas incompatibilidades do instituto do condomínio voluntário aos fundos de investimento, recomendando, em conclusão, a edição de lei própria que os regulasse como um condomínio mobiliário especial, afastando as regras inerentes à indivisão e ao mandato incompatíveis com sua finalidade, e separando as funções e responsabilidades

do administrador e do custodiante (depositário), a exemplo do que já ocorria em países como a França. E ainda, diante da ausência de personalidade jurídica aos fundos condominiais, sugeria que dita lei estabelecesse a limitação da responsabilidade dos cotistas, conforme já decorria da estrutura dos *investment trusts* adotada nos países de tradição anglo-saxônica, como Inglaterra e Estados Unidos:

“A limitação da responsabilidade dos investidores condiz com as exigências da comunidade e não traz qualquer prejuízo a credores, uma vez que estes não realizam qualquer operação levando em conta a capacidade patrimonial de qualquer dos investidores, que permanecem sempre ocultos. Os fundos são de tal forma impessoais que, à exceção do administrador, não se sabe quem são os participantes. Estes, aliás, alteram-se a todo tempo, entrando uns e saindo outros. Em suma, ao contratarem com os fundos de investimento, os operadores econômicos levam em consideração apenas o patrimônio líquido dos mesmos e a idoneidade do administrador; jamais a capacidade patrimonial ou a reputação de qualquer quotista.”<sup>1</sup>

A análise apresentada há quase 20 anos permanece válida e aplicável indistintamente a todos os fundos de investimento, inclusive aqueles que detenham aplicações exclusivamente de um único investidor. A unicidade na titularidade de participação em negócios e empreendimentos não justifica qualquer restrição quanto à alocação e segregação de riscos, mediante afetação de patrimônio destacado e direcionado à sua implementação.

No que tange às sociedades personificadas, o Direito não ignora as possibilidades de abuso, fraude, desvio de finalidade, confusão patrimonial e de violação da lei ou dos estatutos ou contrato social, tendo se consolidado a *disergard doctrine* como meio de responsabilização, em tais casos, dos sócios e administradores por dívidas sociais, conforme previsto no art. 50 do Código Civil, e em outras normas específicas, como o Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078, art. 28).

Os riscos de abuso e fraude não impediram o surgimento da sociedade limitada unipessoal, expressamente admitida em nosso sistema jurídico pelo artigo 1.052, parágrafo primeiro, do Código Civil, incluído pela Lei nº 13.874/19 (LLE), estando também sujeita à teoria da desconsideração da

---

<sup>1</sup> CARVALHO PINTO, Luís Felipe de. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. Dissertação de mestrado em Direito Comercial - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo; São Paulo; 2002.

personalidade jurídica. Da mesma forma, em relação à bem consagrada empresa individual de responsabilidade limitada – EIRELI, seu único titular responde por dívidas da mesma em casos de fraude (Código Civil, art. 980-A, parágrafo 7º).

Apesar dos fundos de investimento não terem natureza de sociedade, pois evidente a ausência de *affectio societatis* entre os cotistas, não nos parece factível qualquer possibilidade de blindagem patrimonial ilícita ou abusiva por meio da limitação de responsabilidade do cotista, ainda que exclusivo, que se apresente como autor de atos fraudatórios ou ilícitos, ou que pretenda usá-lo abusivamente como instrumento para obtenção de vantagens ou ganhos com limitação da sua responsabilidade ao valor de suas cotas.

O Código Civil impõe o dever de indenizar a quem comete ato ilícito, assim entendido o abuso de direito, isto é, o exercício de um direito que exceda manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes (arts. 187 e 927).

Os fundos de investimento exclusivos, tal qual os não exclusivos, são necessariamente administrados e geridos por pessoas autorizadas pela CVM ao exercício da administração de carteiras de valores mobiliários, que poderão em casos de culpa ou dolo vir a responder por eventuais prejuízos causados, o que certamente tende a inviabilizar qualquer prática abusiva por parte do cotista.

Soma-se a isso a determinação prevista no art. 32 do Anexo Normativo I, que impede o custodiante de executar qualquer ordem que não seja emitida pelo gestor e diretamente vinculada às operações do fundo. Ademais, os fundos de investimento financeiro não podem operar ativos que não estejam registrados em sistema de registro ou objeto de depósito central junto a instituições autorizadas pelo BACEN ou CVM (art. 37, parágrafo 1º, do Anexo Normativo I).

Como é possível perceber, a estrutura regulatória dos fundos de investimento inviabiliza, a nosso ver, sua utilização abusiva ou fraudatória por parte de cotista exclusivo, que encontra sólidas barreiras no administrador fiduciário, no gestor e no custodiante, sendo ainda totalmente ineficiente como blindagem patrimonial por eventuais dívidas do cotista, originadas por atos ou operações diversas das realizadas pelo fundo, uma vez que suas cotas podem ser facilmente localizáveis e penhoráveis, da mesma forma que em relação às de quaisquer outros cotistas de fundos não exclusivos.

Por terem capacidade de direito e patrimônio especial, equiparando-se assim às pessoas jurídicas, conclui-se que a possibilidade de limitação da responsabilidade do cotista, prevista no inciso I do artigo 1.368-D do Código Civil, acrescido pela LLE (Lei nº 13.874/19), sem qualquer restrição ao fundo exclusivo, visa estimular a aplicação de recursos por meio dos fundos de investimento, exclusivos ou não, sendo um mecanismo lícito de alocação e segregação de riscos, conforme disposto no artigo 49-A, parágrafo único, do mesmo Código, *in verbis*:

“Parágrafo único. A autonomia patrimonial das pessoas jurídicas é um instrumento lícito de alocação e segregação de riscos, estabelecido pela lei com a finalidade de estimular empreendimentos, para a geração de empregos, tributo, renda e inovação em benefício de todos.”

Caso mantida a restrição constante na Minuta, cremos ainda que de nada servirá para evitar potenciais abusos do cotista mal intencionado que poderá, em fundo não exclusivo, ser o único cotista de determinada classe de cotas (o que não é vedado pela Resolução), ou ainda, sem muita dificuldade, desvirtuar a natureza de fundo por ele constituído para seus interesses exclusivos, contando com a participação, possivelmente ínfima, de outros cotistas que não aparentem evidente interesse único e indissociável com o mesmo, ocultando assim a caracterização do fundo como “exclusivo”, tal qual ocorre nas sociedades com apenas dois sócios em que um deles detém mais de 99% de participação no capital social, apenas para suprir uma defasada e extinta exigência legal que, desde a LLE, deixou de existir (com o surgimento da sociedade limitada unipessoal).

Como dissemos, há atualmente no nosso ordenamento jurídico possibilidades outras de segregação patrimonial e consequente limitação de responsabilidade que não exigem a pluralidade de participantes, e que ainda contam com atribuição de personalidade. É o caso, por exemplo, da empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI), de um único titular, como também da sociedade limitada unipessoal, de único sócio. Por terem espectro de atuação muito mais amplo e não exigirem os elevados custos e rígidos controles da administração profissional imposta aos fundos, além da contínua fiscalização da CVM e, se for o caso, de entidades autorreguladoras, certamente se mostram como veículos muito mais convenientes a abusos e fraudes. Nem por isso se fez necessário afastar a limitação da responsabilidade do sócio ou titular exclusivo.

Pelo exposto acima, não vemos qualquer razão justificável para se proibir a constituição e o funcionamento de fundos de investimento exclusivos com limitação da responsabilidade do cotista ao valor de suas cotas, razão pela qual sugerimos a exclusão do parágrafo único do artigo 98 da Minuta.

Em que pese já previsto nos artigos 187 e 927 do Código Civil, com a exclusão do parágrafo único do artigo 98, caso se entenda conveniente, propomos a inclusão na Minuta de disposição semelhante à prevista no parágrafo 7º do artigo 980-A do mesmo Código, que rege a empresa individual de responsabilidade limitada, de forma ampla a todos os fundos de investimento, exclusivos e não, acrescentando parágrafo segundo ao artigo 18 da Minuta, com a seguinte redação:

“Parágrafo Segundo. A limitação da responsabilidade do cotista estabelecida no regulamento do fundo de investimento não subsistirá em casos de fraude ou de abuso de direito.”

## **II - ANEXO NORMATIVO I - FIF**

Observamos que a redação do artigo 9º do Anexo Normativo I deve ser corrigida para inclusão do artigo a que se refere. Nos parece tratar-se do artigo 26, inciso I, do referido Anexo. Desta forma, sugerimos que dito artigo passe a ter a seguinte redação:

“Art. 9º Para os efeitos do **artigo 26, I**, deste Anexo I, o valor da cota deve ser calculado no encerramento do dia, que deve ser entendido como o horário de fechamento dos mercados em que a classe de cotas atue.”

## **III - ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR**

### **a) Ativos financeiros negociados em mercado organizado no exterior – Art. 40, §2º, do Anexo I**

Conforme previsto no artigo 40, § 2º, do Anexo Normativo I da Minuta, os ativos financeiros no exterior devem ter sua existência diligentemente

verificada pelo custodiante do fundo, exceto se “registrados em sistema de registro, objeto de escrituração de ativos, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos, por instituições devidamente autorizados em seus países de origem e supervisionados por autoridade local reconhecida” (inciso I).

Como se sabe, o depósito centralizado é condição, no Brasil, para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados (Instrução CVM 541/13, art. 3º, II). Em que pese nos parecer inexorável ao funcionamento das bolsas de valores, impossível, contudo, afirmar que a mesma condição se aplique a todos os mercados organizados no exterior.

Ao tratar das operações com derivativos, o parágrafo 4º autoriza sua realização caso, dentre outras hipóteses, sejam negociadas em bolsas, plataformas eletrônicas ou liquidadas por meio de contraparte central.

Sugerimos assim que igual disposição conste também expressamente no parágrafo 2º do artigo 40, ampliando assim a permissão de negociação com quaisquer ativos financeiros no exterior que sejam negociados em mercado organizado, incluindo-se inciso III ao mesmo, com a seguinte redação:

“§ 2º - ...

I - ...

II - ... ou

III – sejam negociadas em bolsas, plataformas eletrônicas ou liquidadas por meio de contraparte central.”

A inclusão ora sugerida, nos parece também necessária para estabelecer uma simetria com as condições exigidas para emissão, no Brasil, de Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (“BDR”) e de Certificados de Depósito de Cotas de Fundos de Índice Negociadas no Exterior (“BDR-ETF”), cujos ativos subjacentes devem apenas ser emitidos por companhia aberta, ou assemelhada, sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM, admitidos à negociação no exterior em mercados organizados de países cooperantes, custodiados por instituição autorizada a prestar serviços de custódia com sede também em países cooperantes, e com identificação ISIN no caso de BDR-ETF (Instruções CVM 332/00 e 359/02).

**b) Aplicação de recursos em fundos de investimento ou veículos de investimento no exterior – Fundos *offshore* (“ativo-meio”) X Fundos de índices - ETFs (“ativo-fim”) – Art. 41 do Anexo I**

O artigo 41 do Anexo Normativo I da Minuta estabelece os requisitos para a aplicação de recursos pelos fundos de investimento financeiro – FIFs em fundos ou veículos de investimento no exterior.

Entendemos, contudo, necessário distinguir as aplicações realizadas em fundos ou veículos de investimento no exterior enquanto “ativos-fim”, especialmente os negociados em mercados organizados, daquelas em que a aplicação se faz como parte da estrutura dos investimentos finais objetivados, a serem posteriormente realizados no exterior pelo fundo ou veículo investido (“*offshore*”), que se caracterizaria então como mero “ativo-meio”.

Exemplificativamente, teríamos na primeira hipótese as aplicações feitas, por exemplo, em ativos negociados em bolsa de valores no exterior como cotas de fundos fechados (*closed-end funds*) ou cotas de fundos de índice - “*Exchange-Traded Funds*” (ETFs), que inequivocamente caracterizam aplicação de recursos em fundos ou veículos de investimento no exterior, sujeitando-se assim, *a priori*, aos requisitos previstos no artigo 41, apesar de serem negociadas em bolsa nos mesmos moldes e condições das ações de companhias abertas.

Ao contrário do previsto no art. 41 do Anexo Normativo I, parece-nos certo que os ativos financeiros negociados em mercado organizado no exterior, mesmo que representativos de participação em fundos ou veículos de investimento no exterior, não deveriam se sujeitar às exigências nele descritas, as quais nem mesmo podem ser comparadas àqueles determinadas pelas Instruções CVM nºs 332/00 e 359/02 para emissão, no Brasil, de Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (“BDR”) e de Certificados de Depósito de Cotas de Fundos de Índice Negociadas no Exterior (“BDR-ETF”), cujos ativos subjacentes devem apenas ser emitidos por companhia aberta, ou assemelhada, sujeita à supervisão e fiscalização de entidade ou órgão similar à CVM, admitidos à negociação no exterior em mercados organizados de países cooperantes, custodiados por instituição autorizada a prestar serviços de custódia com sede também em países cooperantes, e com identificação ISIN no caso de BDR-ETF.

Ao deixar de diferenciar as aplicações em cotas de fundos ou veículos de investimento negociadas em mercado organizado no exterior (ETFs, por exemplo) daquelas feitas em fundos de investimento *offshore* não listados (*master*), integrados à estrutura de operação do fundo investidor local (*feeder*)

como parte indissociável do processo de investimento indireto no ativo-fim, tendo ou não o gestor local influência nas decisões de investimento do veículo *offshore*, o artigo 41 impõe tanto aos primeiros, a nosso ver indevidamente, quanto os segundos, todos os requisitos nele previstos, desestimulado ou até mesmo, às vezes inviabilizando, a aplicação de recursos em fundos de índices negociados em bolsa no exterior (ETFs), exigindo então que a aplicação tenha que ser feita domesticamente por meio de BDR-ETFs, o que pode ser mais oneroso e ilíquido para a carteira, que perde assim vantagem e eficiência!

Resta claro ainda que, tal como redigido, o artigo 41 gera também indevida assimetria entre os ETFs e outros ativos financeiros negociados em bolsa no exterior, como ações de companhias abertas, “*Exchange-Traded Notes*” (ETNs), “*Exchange-Traded Commodities*” (ETCs), dentre outros, sujeitos apenas aos requisitos do parágrafo 2º do artigo 40 do Anexo Normativo I, como também em relação aos Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (“BDR”) e aos Certificados de Depósito de Cotas de Fundos de Índice Negociadas no Exterior (“BDR-ETF”), cuja emissão, no Brasil, não exige os requisitos previstos no referido artigo 41.

Assim, salvo melhor juízo, a aplicação de recursos em fundos ou veículos de investimento no exterior através de ativos financeiros negociados em mercado organizado (a exemplo das cotas de fundos fechados e cotas de fundos de índice - ETFs), como resultado de decisão de investimento final conforme estratégia e política de investimento do fundo local, devem se enquadrar nos requisitos do artigo 40, *caput* e parágrafos, e nos limites de concentração por modalidade de ativo previstos no artigo 45, I, “h”, do Anexo Normativo I.

Desta forma, parece-nos indispensável restringir a incidência do artigo 41 apenas à aplicação de recursos em fundos ou veículos de investimento no exterior que representem parte da estrutura da operação do fundo investidor local, tendo ou não influência nas decisões de investimento do veículo *offshore*, como ocorre, por exemplo, em estruturas *master-feeder* (*master offshore* e *feeder* local). Neste sentido, sugerimos a inclusão de parágrafo 4º ao referido artigo, com a seguinte redação:

“§ 4º - Para fins do presente Anexo, os fundos ou veículos de investimento no exterior não compreendem as cotas de fundos fechados, cotas de fundos de índices e cotas de outros fundos ou veículos admitidas à negociação em mercado organizado no exterior.”

A redação sugerida é propositalmente ampla, pois há diversas referências no referido Anexo I a fundos ou veículos de investimento no exterior que não deveriam abranger os ativos negociados em mercado organizado no

exterior (cotas de fundos fechados e de fundos de índices ETFs), como por exemplo, no artigo 43, parágrafo 1º, incisos II, “c”, e III, e parágrafos 2º e 3º, e artigo 46, parágrafo 2º, que fazem referência a alocações em fundos ou veículos de investimento no exterior. Nos parece claro que deveriam tais referências se restringir apenas aos fundos *offshore* (ativo-meio).

A alteração aqui proposta faz-se também necessária para eliminar qualquer dúvida quanto à aplicação dos limites de concentração por modalidades de ativo financeiro previstos no artigo 45 às aplicações em fundos e veículos de investimento no exterior realizadas por meio de ativos negociados em mercados organizados (“ativo-fim”), posto que totalmente equiparáveis os ETFs às cotas de fundos de índices locais admitidas à negociação em mercado organizado, e ainda aos BDR-ETF negociados domesticamente, que se encontram expressamente previstos no artigo 45, item I, alíneas “h” e “i”, respectivamente, havendo assim rígido limite de concentração, indispensável à garantia do princípio da diversificação. Evidentemente, os limites de concentração previstos no artigo 45 não se aplicam às aplicações em cotas de fundos e veículos de investimento no exterior que se caracterizem como “ativo-meio”, o que também evidencia a necessidade da distinção aqui tratada.

**c) Ausência de limite de concentração em ativos financeiros no exterior às classes de cotas destinadas ao público em geral (“varejo”) – Art. 43, § 2º, do Anexo I**

O parágrafo 2º do artigo 43 do Anexo Normativo I da Minuta autoriza as classes de cotas de fundos de investimento financeiro destinadas ao público em geral a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior, sem qualquer limite, desde que todos os investimentos ocorram por meio de fundos ou veículos de investimento no exterior que atendam aos requisitos nele previstos.

Ao limitar tal possibilidade apenas aos fundos de investimento financeiro locais que realizem suas operações no exterior por meio de fundo ou veículo *offshore*, a norma acaba favorecendo-os indevidamente em relação aos fundos locais que realizam alocações diretamente no exterior, sem intermediação de fundo ou veículo *offshore*, criando assim uma injustificável assimetria entre ambos!

Ao exigir que os fundos tenham que se organizar em estrutura *master-feeder* (*master offshore* e *feeder* local), a regra acaba impondo elevados custos às operações internacionais voltadas ao varejo, que poderiam ser evitados sem qualquer prejuízo aos investidores, permitindo mecanismo mais eficiente de alocação de recursos diretamente no exterior, o que seria não apenas desejável mas essencial para permitir o acesso a ativos no exterior ao

público em geral, por meio de alocação diversificada e gerida profissionalmente, da mesma forma que ocorre com o investidor qualificado.

Importante observar que, desde a edição da Resolução CVM nº 3, em 11 de agosto de 2020, o acesso do investidor brasileiro em geral (varejo) a ativos internacionais foi ampliado para permitir a aquisição inclusive de certificados de depósito de valores mobiliários - BDRs não patrocinados ou Patrocinados Nível I, ambos anteriormente restritos apenas aos investidores qualificados. O acesso ao mercado internacional ao público em geral já vem sendo incentivado e facilitado.

A ampliação gradativa dos instrumentos e meios disponíveis para investidores alcançarem maior acesso a mercados internacionais, como se verifica também no recente surgimento de BDRs lastreados em cotas de fundos de índice (BDR-ETF), torna imperiosa a permissão de acesso também ao público em geral a tais mercados via fundos de investimento que possam realizar aplicações diretamente em ativos financeiros no exterior, mesmo que sem limite de concentração, respeitadas as condições normativas, fazendo-o por si próprio, sem a obrigatória intermediação de fundo ou veículo *offshore*, que eleva custos e riscos, em detrimento exclusivo do investidor.

Para afastar a mencionada assimetria e prejuízos ao público em geral, sugerimos a adequação da redação do parágrafo 2º do artigo 43, conforme segue:

§ 2º Nas classes de cotas destinadas ao público em geral, a política de investimentos pode extrapolar o limite estabelecido no inciso III do *caput*, desde que sejam atendidos todos os requisitos estabelecidos no § 1º e, caso os investimentos ocorram por meio de fundos ou veículos de investimento no exterior, contem ainda com, no mínimo, o seguinte aparato: (...)

Sendo estes os nossos comentários e sugestões, colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos, por email: [lfcp@bluegriffin.com.br](mailto:lfcp@bluegriffin.com.br) e cel. (11) 98559-2900.

Atenciosamente,



**BlueGriffin Gestão de Recursos Ltda.**

Luís Felipe de Carvalho Pinto

Diretor de *Compliance* e PLD