

ILMO. SUPERINTENDENTE DA SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

BÖING GLEICH ADVOGADOS, sociedade de advogados, inscrita no CNPJ/ME sob o n.º 19.581.105/0001-00, com escritório na Avenida Ataulfo de Paiva, n.º 1079, Salas 601 e 602, no bairro do Leblon, na cidade do Rio de Janeiro, estado do Rio de Janeiro, CEP 22440-034, vem participar da

AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N.º 08/20

a respeito da minuta de resolução que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, a prestação de serviços para os fundos, bem como os anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios (“Minuta”, “Edital” ou “Resolução”), conforme os tópicos debatidos abaixo:

SUMÁRIO

I.	INTRODUÇÃO	3
II.	LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE – FUNDO EXCLUSIVO .	5
III.	RESPONSABILIDADE DOS PRESTADORES DE SERVIÇOS	8
IV.	PATRIMÔNIO SEGREGADO DAS CLASSES DE COTAS	14
V.	ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR	22
VI.	PODERES DO ADMINISTRADOR NA ASSEMBLEIA GERAL	35
VII.	QUÓRUM DE INSTALAÇÃO	38
VIII.	CÔMPUTO DE QUÓRUM E MANIFESTAÇÕES DE VOTO	39
IX.	HONORÁRIOS DE ADVOGADOS	41
X.	FUNDOS MULTIMERCADO	43
XI.	CONCLUSÃO	47

I. INTRODUÇÃO

01. A Lei n.º 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“LLE” ou “Lei da Liberdade Econômica”) trouxe diversas inovações na legislação sobre os fundos de investimento que atenderam a antigos anseios do setor, tais como a confirmação legal da natureza jurídica do fundo de investimento como condomínio de natureza especial, além da delegação normativa expressa à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) para regulamentá-los.

02. De uma forma geral, a nova legislação trazida pela Lei da Liberdade Econômica a respeito dos fundos de investimento trouxe melhorias bastante festejadas pelo mercado, como a possibilidade de estipulação de responsabilidade limitada dos cotistas, a proibição de imposição de cláusula de solidariedade pelo regulador em relação aos prestadores de serviços dos fundos e a possibilidade de criação de diferentes classes de cotas com patrimônios segregados.

03. Na esteira dessas novidades, o mercado aguardava com atenção a edição da consulta pública a respeito da nova norma que viria a regulamentar os fundos de investimento após essas alterações legislativas.

04. Com a publicação do Edital, verificamos que a CVM fez um excelente trabalho de sistematização da norma, facilitando o acesso e a compreensão do arcabouço regulatório pelos diversos participantes do mercado de forma geral, que seguramente terão mais facilidade em navegar pelas normas.

05. Acreditamos que esse trabalho da CVM é fundamental e de grande valia para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, especialmente no contexto atual.

06. Entendemos que a criação de uma norma geral, aplicável como base a todos os fundos de investimento, consolidará uma desejável padronização universal, simplificando o modo de funcionar da indústria, e acarretando a redução de custos regulatórios e operacionais, a diminuição de falhas procedimentais, além de possibilitar que as especificidades de cada classe de

fundo sejam regulamentadas de maneira detalhada e sistêmica no seu respectivo Anexo Normativo.

07. Não podemos também deixar de elogiar a incorporação, na Minuta, de diversas práticas e condutas que já vêm sendo adotadas em larga escala pelo mercado, mas que careciam de formalização regulamentar para lhes cancelar a segurança jurídica. Diversas delas, inclusive, já foram respondidas por meio dos Ofícios Circulares, anualmente divulgados pelas respectivas Superintendências responsáveis, mas certamente a sua incorporação à norma trará maior segurança ao mercado.

08. Assim, como um todo, a CVM merece aplausos pelo belo trabalho desenvolvido, sobretudo em razão da elevada complexidade de sistematizar em um único instrumento todo o arcabouço regulatório dos fundos de investimento.

09. Determinados aspectos da Minuta, contudo, transparecem um certo desconforto da CVM com algumas das novidades e melhorias trazidas pela Lei da Liberdade Econômica.

10. Dessa forma, algumas de nossas contribuições procuram sugerir ajustes na norma com a finalidade de torná-la mais alinhada às inovações trazidas pela LLE.

11. Acreditamos que a manutenção de determinados dispositivos, tal qual se encontram redigidos na Minuta, muito provavelmente levantará questionamentos no Poder Judiciário por conta de sua contrariedade a conceitos fundamentais trazidos pela Lei da Liberdade Econômica, possivelmente tendo um efeito contrário ao objetivo da Minuta.

12. Já outras contribuições procuram sugerir melhorias e adequações genéricas à Minuta, visando um melhor desenvolvimento do mercado, mediante a redução de custos de observância e, sobretudo, a facilitação da ampliação da oferta de produtos financeiros em razão de uma maior flexibilização de determinados requisitos regulatórios, incentivando o aumento da concorrência de

produtos a serem oferecidos no mercado, notadamente no âmbito das ofertas públicas para o público em geral.

II. LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE – FUNDO EXCLUSIVO

13. O novo Artigo 1.368-D do Código Civil trouxe expressamente a possibilidade de os regulamentos de fundos de investimento preverem a limitação de responsabilidade dos investidores, sem restrição quanto à natureza e à classe do fundo de investimento.

14. Por outro lado, a Minuta introduziu uma restrição ao disposto no Artigo 1.368-D, ao proibir a limitação de responsabilidade aos fundos exclusivos, como vemos da redação sugerida para o parágrafo único do Artigo 98: “*O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo*”.

15. A justificativa para a criação dessa restrição é que “[a] Minuta prevê, ainda, que o regulamento do fundo exclusivo não pode limitar a responsabilidade do cotista ao valor de suas cotas (art. 98, parágrafo único). Embora seja certo que o Direito apresenta soluções adequadas para lidar com a hipótese de utilização dos fundos exclusivos para fins de gestão patrimonial, 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.”

16. A preocupação da CVM é legítima, bem embasada e tem fundamento na proteção do mercado. Como bem demonstra na justificativa, a CVM procura evitar que fundos de investimento exclusivos sejam desvirtuados e utilizados de maneira indevida ou até mesmo fraudulenta.

17. Não obstante concordar com o intuito, discordamos que a solução proposta seja a mais adequada.

18. Em primeiro lugar, a LLE outorgou expressamente aos cotistas a faculdade de optarem por estabelecer, ou não, o regime de limitação de responsabilidade. O Artigo 1.368-D do Código Civil alterou profundamente o regime jurídico dos fundos de investimento, estipulando o seguinte:

“Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;

(...)

§1º. A adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento. (...)
(sublinhamos)

19. O Artigo 1.368-D é taxativo ao permitir expressa e unicamente ao regulamento do fundo estabelecer a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas.

20. Sabemos que a CVM tem poderes para regulamentar e determinar o arcabouço legal aplicável aos fundos de investimento, mas esses poderes estão sempre limitados pelo escopo delimitado pela legislação.

21. Por esse motivo, não cabe a restrição imposta pela Minuta no parágrafo único do Artigo 98, ainda que fazendo o exercício interpretativo do Artigo 1.368-C¹, §2º combinado o caput do Artigo 1.368-D, ambos do Código Civil, que fazem referência à regulamentação a ser emanada da CVM.

22. No caso concreto, a LLE conferiu aos cotistas a faculdade de limitar a sua responsabilidade ao valor de suas cotas ao introduzir o Artigo 1.368-D ao Código Civil, não tendo a lei estipulado qualquer restrição quanto à classe de fundo a que essa faculdade se aplica.

¹ Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. §1º. Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código. §2º. Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo. § 3º. O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.

23. Em outras palavras, a LLE não trouxe nenhuma restrição no sentido de que determinadas classes de fundo não possam se valer da limitação de responsabilidade, demonstrando que a intenção do legislador foi a de conferir um direito potestativo aos investidores.

24. Assim como ocorre nas sociedades anônimas e nas sociedades limitadas, que estabelecem como padrão universal a limitação de responsabilidade dos sócios, a LLE procurou aproximar o regime jurídico dos fundos de investimento ao regime jurídico dessas sociedades, com uma diferença primordial: enquanto naquelas sociedades a limitação de responsabilidade é automática, intrínseca ao tipo societário, nos fundos de investimento ainda é possível haver cotistas com responsabilidade ilimitada.

25. Assim, na ausência de restrição imposta pela LLE a esse direito potestativo outorgado aos cotistas de fundos de investimento, entendemos não caber à CVM impor essa restrição à classe dos fundos exclusivos, sem que a lei tenha expressamente permitido a estipulação de tal exceção, pois isso extrapola a sua competência legal.

26. Entendemos que, caso houvesse intenção legislativa de criar qualquer restrição à faculdade do cotista quanto à limitação de responsabilidade, a própria lei teria previsto expressamente essa hipótese. No silêncio da lei, não cabe ao regulador ir além da extensão e do alcance do seu mandato.

27. A LLE trouxe uma única restrição à faculdade do cotista, que é a delimitação temporal. O §1º do Artigo 1.368-D determina que “[a] adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento.”

28. Essa restrição se refere apenas ao período em que a limitação de responsabilidade passa a ter eficácia, não tendo a lei feito qualquer diferenciação em relação às classes de fundos, levando a crer que essas regras deveriam se

aplicar de maneira indiferenciada a todos os fundos de investimento que venham a ser regulados pela CVM.

29. Entendemos que a extrapolação de competência do agente regulador pode acarretar discussões quando à validade e eficácia do parágrafo único do Artigo 98 da Minuta, causando o efeito reverso do almejado pela CVM com a edição da nova norma.

30. A nosso ver, o arcabouço jurídico existente já protege o interesse de terceiros contra o eventual uso ilegítimo de fundo exclusivo, com o objetivo de causar prejuízo a terceiro.

31. Portanto, respeitosamente, e em atenção ao manifesto interesse da CVM em ouvir a opinião pública, sugerimos a revisão deste trecho da Minuta para excluir o parágrafo único do Artigo 98, assegurando a faculdade do Artigo 1.368-D do Código Civil a todos os fundos de investimento, independentemente da sua natureza.

III. RESPONSABILIDADE DOS PRESTADORES DE SERVIÇOS

32. O Edital sugere a criação de obrigações de solidariedade entre prestadores de serviços do fundo em determinadas situações específicas. O Edital justifica tal posicionamento da seguinte maneira:

“Já no que tange à solidariedade entre os prestadores de serviços, a obrigatoriedade de que a contratação de serviços em nome do fundo conte com tal instituto remanesceria somente em quatro hipóteses:

(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).

No que se refere ao item (i), considerou-se que, ao menos nesse primeiro momento, o reforço proporcionado pela existência de solidariedade ainda é recomendável com vistas à maior proteção para os investidores de varejo.

Já no que diz respeito aos itens (ii) a (iv), entendeu-se que se trata de atividades-núcleo dos prestadores de serviços essenciais, as quais demandam uma atenção e uma cautela redobrada, pelo administrador ou pelo gestor na escolha e fiscalização dos prestadores de serviços contratados para tais fins.

Por fim, o regulamento deve dispor acerca da limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços, perante o fundo e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um (art. 44, § 1º, II), conforme dispõe o art. 1.368-D, II, do Código Civil.

Ou seja, excetuadas as poucas hipóteses estabelecidas na norma, a proposta é que eventual existência de solidariedade quanto à responsabilidade civil entre prestadores de serviços seja livremente pactuada entre eles.” (sublinhamos)

33. Entendemos a preocupação e o dever de ofício da CVM para com o mercado, em especial com os investidores de varejo. Entretanto, essa disposição conflita frontalmente com o Artigo 1.368-D, II, do Código Civil, incorporado ao ordenamento jurídico pela LLE, o qual vedou expressamente a imposição de solidariedade aos prestadores de serviços dos fundos.

34. Apesar do Edital mencionar que a previsão de solidariedade seria mantida em apenas quatro hipóteses, vê-se que ainda assim abrangeriam diversas situações que, na prática, fazem com que a solidariedade permaneça muito presente na regulamentação, o que parece ir frontalmente contra o espírito e os objetivos trazidos pela Lei da Liberdade Econômica.

35. Isso fica evidenciado pela manutenção das obrigações de solidariedade caso o serviço seja prestado para classe de cotas destinada ao público em geral (Resolução, art. 76, § 2º).

36. Aquele dispositivo estipula que: *“Caso o serviço seja prestado em benefício de classe de cotas destinada ao público em geral, o contrato de prestação de serviços deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e o terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM”* (sublinhamos).

37. Os prestadores de serviços essenciais são o administrador do fundo e gestor da carteira de ativos, conforme definição constante da Minuta.² Assim, a norma já representa um festejado progresso ao não estipular solidariedade recíproca entre os prestadores de serviços essenciais (administrador e gestor).

38. Por outro lado, a imposição de solidariedade entre o prestador de serviço essencial e o terceiro por ele contratado representa uma extrapolação dos poderes conferidos à CVM pela Lei da Liberdade Econômica.

39. Embora a LLE tenha outorgado à CVM poderes para regulamentar os fundos de investimento, certo é que a Lei da Liberdade Econômica também impôs limites à regulamentação da CVM. Especificamente neste quesito, a LLE excetuou expressamente a possibilidade de imposição de qualquer tipo de solidariedade entre os prestadores de serviços do fundo de investimento.

40. O Artigo 1.368-D, II do Código Civil restringiu expressamente a possibilidade de imposição de qualquer tipo de solidariedade pela CVM:

“Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

(...)

*II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, **sem solidariedade**; e*

(...)

² Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: (...) XXVIII – prestadores de serviços essenciais: administrador do fundo e gestor da carteira de ativos;

§2º. A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços.” (grifamos e sublinhamos)

41. Embora o Artigo 1.368-D, §2º, do Código Civil tenha outorgado à CVM competência para regulamentar o arcabouço regulatório dos fundos de investimento, na mesma oportunidade a lei limitou tal poder regulatório.

42. A expressão “sem solidariedade” que consta ao final do inciso II do Artigo 1.368-D do Código Civil exclui da alçada de poderes da CVM a possibilidade de impor qualquer tipo de solidariedade, ainda que mediante a determinação de inclusão de cláusula contratual entre eles. A lei não criou nenhuma exceção a essa regra. Assim, da mesma forma que aquela narrada no capítulo anterior, aplica-se a regra de interpretação que determina que, onde a lei não restringe, não cabe ao intérprete restringir.

43. Corroborando com isso a própria lei, que já contém uma restrição universal a respeito da constituição de obrigações solidárias, ao determinar que qualquer solidariedade somente pode ser criada por lei ou pela vontade das partes. Essa é a redação do Artigo 265 do Código Civil, que estipula que: “*solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes*”.

44. A solidariedade entre os prestadores de serviços dos fundos de investimento, historicamente desenvolvida por via inadequada, acabou por violar frontalmente o espírito da legislação vigente. A solidariedade imposta pela CVM por meio de cláusulas contratuais a serem obrigatoriamente contratadas entre administrador e os terceiros contratados pelo fundo no âmbito da Instrução CVM n.º 409 e, posteriormente, no âmbito da Instrução CVM n.º 555, vieram em violação ao espírito da disposição constante do Artigo 265 do Código Civil.

45. Em verdade, essas disposições são eivadas de nulidade, na forma do Artigo 166, VI, do Código Civil c/c 185 do Código Civil.³

³ Art. 166. É nulo o negócio jurídico quando: I - celebrado por pessoa absolutamente incapaz; II - for ilícito, impossível ou indeterminável o seu objeto; III - o motivo determinante, comum a ambas as partes, for ilícito; IV - não revestir a forma prescrita em lei; V - for preterida alguma solenidade que a lei considere

46. Não obstante, o mercado se submeteu a tal imposição em razão da ausência de base legal em sentido estrito dos fundos de investimento, visto que a Lei n.º 6.385/76 não delegou à CVM a competência administrativa de regulamentar os fundos de investimento. A Lei da Liberdade Econômica preencheu esse vácuo legislativo.

47. Nesse contexto, o legislador se preocupou em extinguir expressamente a possibilidade de qualquer tipo de imposição de solidariedade entre os prestadores de serviços do fundo, optando por restringir os poderes regulatórios da CVM ao incluir, na parte final do inciso II do Artigo 1.368-D do Código Civil, a expressão “sem solidariedade”.

48. O legislador deixou claro para o regulador que sua determinação era no sentido de que nenhum tipo de solidariedade poderia ser imposto aos prestadores serviços dos fundos de investimento. Cabeira então ao regulador (CVM) respeitar e cumprir o desejo do legislador, abstendo-se de criar regulamentação aos fundos de investimento que preveja qualquer tipo de solidariedade.

49. Entretanto, as quatro hipóteses de solidariedade sugeridas pela CVM na Minuta vêm em frontal violação à LLE, representando uma verdadeira ilegalidade.

50. Mesmo concordando ser relevante a preocupação da CVM, a imposição de contratação de cláusula de solidariedade entre prestadores de serviços em determinadas hipóteses específicas é expressamente vedada por lei, não havendo mesmo espaço para se interpretar a possibilidade de qualquer exceção a essa proibição.

51. Em contrapartida, entendemos que seja muito mais saudável para o mercado que o regulador atue no sentido de, de um lado, ampliar e detalhar as

essencial para a sua validade; VI - tiver por objetivo fraudar lei imperativa; VII - a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção. (...) Art. 185. Aos atos jurídicos lícitos, que não sejam negócios jurídicos, aplicam-se, no que couber, as disposições do Título anterior.

responsabilidades dos prestadores de serviços, e de outro lado, especificar com mais profundidade as obrigações e responsabilidades dos prestadores de serviços essenciais em fiscalizar os prestadores de serviços não essenciais.

52. Possivelmente o binômio acima, consubstanciado em: (i) ampliar e detalhar as obrigações e responsabilidades dos prestadores de serviços não essenciais; e (ii) especificar com mais profundidade as obrigações e responsabilidades de fiscalização dos prestadores de serviços essenciais; acarretaria resultados muitos próximos àqueles que seriam obtidos com a imposição de estipulação de cláusulas de solidariedade entre os prestadores de serviços, sem, contudo, prejudicar o desenvolvimento e o crescimento do mercado.

53. A imposição de obrigação de contratação de cláusulas de solidariedade é um ônus excessivo, onde um prestador de serviço pode ficar responsável por atos praticados por terceiros os quais não tenha qualquer ingerência ou mesmo conhecimento. Ainda que se diga que haja *culpa em eligendo* ou *culpa em vigilando*, eventual culpa precisa ser investigada e devidamente provada, de acordo com cada caso concreto.

54. Além disso, como se a vedação legal à solidariedade trazida pela LLE não bastasse, a imposição de solidariedade é também desnecessária. As responsabilidades dos prestadores de serviços do fundo estão sendo bem delineadas na Minuta e permitem aos cotistas e ao mercado em geral serem indenizados diretamente nas hipóteses de violações às obrigações legais, regulamentares ou contratuais.

55. É perfeitamente factível que os cotistas e demais prejudicados possam perquirir indenização diretamente dos verdadeiros responsáveis, não havendo qualquer necessidade de imposição de solidariedade. Inclusive, o Artigo 114 da Minuta se propõe a solucionar o tema ao estipular:

“Art. 114. Além dos diretores responsáveis do administrador e do gestor, a CVM pode responsabilizar outros diretores, empregados e prepostos dos prestadores de serviços essenciais, caso fique

configurada a sua responsabilidade pelo descumprimento das disposições desta Resolução.” (grifamos e sublinhamos)

56. A solução adotada pelo CVM no Artigo 114 da Minuta já é perfeita e adequada para sanar as preocupações com os riscos próprios da indústria, além de reforçar o fato de que a manutenção da imposição de contratação de cláusula de solidariedade entre os prestadores de serviços é desnecessária, além de imprópria pelas razões já expostas.

57. Com o notório crescimento do mercado de capitais nos últimos anos, a postura do regulador deve buscar se adequar ao novo contexto, onde há muito mais acesso à informação (independentemente da qualidade), conhecimento disponível e, portanto, maior educação dos investidores. Presumir que os investidores caracterizados como público em geral são quase hipossuficientes torna-se contraproducente à ampliação, desenvolvimento e democratização do mercado. A realidade é que o mercado está evoluindo de tal maneira que diversas associações de investidores estão surgindo e incentivando um ativismo cada vez maior por parte dos investidores de uma forma geral.

58. A manutenção de medidas excessivamente intervencionistas acaba por eternizar uma cultura paternalista por parte do regulador, que não é recomendável nem desejável no mercado de capitais, sob pena de desincentivar ou dificultar sobremaneira o seu desenvolvimento.

59. Portanto, sugerimos que todas as hipóteses de imposição de solidariedade entre prestadores de serviços do fundo sejam excluídas, notadamente aquelas previstas nos Artigo 76, § 2º, Artigo 79, §6º, e Artigo 80, §5º, I, “b” da Minuta, bem como o Artigo 38, §3º, do Anexo Normativo II da Minuta, em razão da sua manifesta contrariedade ao Artigo 1368-D, II, do Código Civil.

IV. PATRIMÔNIO SEGREGADO DAS CLASSES DE COTAS

60. Com o advento da LLE, passou-se a permitir a criação de classes de cotas distintas, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada

classe, sendo tal medida uma evolução festejada no setor de fundos de investimento.

61. Essa inovação legal confere ao mercado uma maior flexibilidade no desenvolvimento de produtos mais sofisticados, possibilitando maiores retornos, com mais segurança, além de menores custos de observância e custos de transação.

62. Entretanto, ao analisarmos a regulamentação sugerida pela Minuta quanto à criação de diferentes classes de cotas, verificamos um desvio relevante de finalidade em relação às faculdades conferidas pela lei aos particulares nesse tocante.

63. O desvio consiste em que a Minuta tornou a constituição de patrimônio segregado uma medida obrigatória, enquanto a Lei da Liberdade Econômica claramente definiu a segregação de patrimônio como uma opção delegada aos prestadores de serviços fundamentais e aos cotistas quando da elaboração e definição de seu regulamento.

64. Para entender adequadamente a questão, precisamos primeiro analisar o teor do Artigo 1.368-D do Código Civil, introduzido no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei da Liberdade Econômica, abaixo transcrito:

“Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;

II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e

*III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, **com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe.***

§1º. A adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento.

§2º. A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços.

*§3º. O patrimônio segregado referido no inciso III do caput deste artigo só responderá por obrigações vinculadas à classe respectiva, **nos termos do regulamento.***

65. A redação do Artigo 1.368-D, III, estipula com clareza a possibilidade de os fundos de investimento terem classes de cotas com direitos e obrigações distintos, sendo facultativa a segregação do patrimônio das classes. A expressão “com possibilidade” deixa claro que o fundo de investimento pode optar por ter diferentes classes com ou sem segregação de patrimônio entre elas.

66. Esse entendimento é reforçado pelo trecho final da redação do §3º do Artigo 1.368-D, que delega ao regulamento do fundo as obrigações vinculadas à classe respectiva às quais o patrimônio segregado ficará responsável.

67. A melhor regra de hermenêutica leva o leitor a concluir que o legislador outorgou ao mercado: (a) a possibilidade de criar diferentes classes de cota; e, em tal hipótese, (b) a possibilidade do regulamento estipular se as classes teriam ou não patrimônio segregado.

68. Apesar do entendimento do legislador, manifestado no Artigo 1.368-D, a CVM optou por se distanciar dos ditames legais, regulamentando a segregação de patrimônio das classes de cotas em contrariedade ao que diz o referido dispositivo legal. Para termos uma melhor compreensão do tema, vejamos abaixo a sugestão de redação do Artigo 4º da Minuta, abaixo transcrito:

*“Art. 4º O regulamento do fundo de investimento **pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe de cotas.***

§ 1º. Todas as classes devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a emissão de classes de cotas que alterem o tratamento tributário do fundo.

§ 2º. Cada patrimônio segregado responde somente por obrigações vinculadas à respectiva classe de cotas.

§ 3º. O fundo que não contar com diferentes classes de cotas fará emissões de cotas em classe única, preservada a possibilidade de serem constituídas subclasses, não sendo admitida a constituição de patrimônio segregado para as subclasses.

§4º. Denominam-se:

I – aberta: a classe cujo regulamento admite que as cotas sejam resgatadas; e

II – fechada: a classe cujo regulamento não admite o resgate de cotas.

§5º. As referências a “classe” ou “classe de cotas” no âmbito desta Resolução alcançam os fundos que emitem cotas em classe única.” (grifamos e sublinhamos)

69. Curiosamente, ao regular o Artigo 1.368-D, a CVM acabou por alterar a sua essência, estipulando que, caso o fundo de investimento conte com diferentes classes de cotas, o administrador **deverá** constituir um patrimônio segregado para cada classe.

70. A utilização da palavra “devendo” denota uma obrigação, um dever, uma necessidade em seguir com o ali disposto. Isso implica necessariamente na ausência de opção ou de alternativa ao jurisdicionado. Esse é o significado que se depreende da palavra “dever” extraído do Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa⁴:

“dever. [Do lar. Debere] V.t.d. 1. **Ter obrigação de**: O estudante *deve* estudar. 2. **Ter de pagar; estar na obrigação de restituir**: Não posso viajar porque *devo* muito dinheiro. 3. **Ter de; precisar**: *Devo* partir dentro em pouco. T.d. e i. 4. **Estar obrigado**; estar em agradecimento: *Deve* todo o seu saber ao mestre. 5. **Dever** (6): *Deve* mais de meio milhão ao sócio. T.c. e i. 6. **Estar obrigado** ao pagamento de: *Deve* 50 reais ao irmão. T.i. 7. Seguido de preposição de e de um verbo no infinitivo, indica probabilidade, suposição: “*Às súplicas e às mágoas / Tua alma de mulher deve de palpitar*” (Machado de Assis, *Poesias Completas*, p. 42); “*As barcaças do cais estão cansadas, / Devem de estar muito cansadas*” (Adelmar Tavares, *Poesias Completas*, p. 98); “*Quando a manhã nasceu, / Eu devia de ter um vago olhar louco*” (José Régio, *As Encruzilhadas de Deus*, p. 100); *Deve* de chover hoje. [O uso moderno da língua pouco atende a essa peculiaridade; assim, é mais comum que se diga, com a mesma acepç., *Deve* chover hoje, etc.] Int. 8. **Ter dívidas ou deveres**. 9. **V. dever** (7): *Amanhã* deve

⁴ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa; coordenação Marina Baird Ferreira, Margarida dos Anjos. – 4 ed. – Curitiba: Ed. Positivo; 2009. Pág. 669.

*chover. P. 10. Consagrar-se, dedicar-se, aplicar-se: Atualmente, a grande atriz deve-se, apenas, à vida religiosa. [Imperf. Ind.: devia, etc.; m.-q.-perf.: deverá (ê), deveras (ê), etc.; part.: devido. Cf. devia, fem. de dévio, deveras, adv., e divido, do v. dividir.] S.m. 11. Obrigação, tarefa; incumbência. 12. Ét. **Obrigação moral**. 13. Ét. **Obrigação moral determinada, expressa numa regra de ação**.” (grifamos e sublinhamos)*

71. Ao utilizar a palavra “devendo” ao final do caput do Artigo 4º da Minuta, nota-se que a CVM pretende, sem sombra de dúvidas, impor aos jurisdicionados a obrigação de segregação do patrimônio, caso se opte pela criação de mais de uma classe de cotas, enquanto a intenção do legislador foi diametralmente oposta ao editar a Lei da Liberdade Econômica.

72. A utilização da expressão “com possibilidade” pelo legislador na redação da parte final do Artigo 1.368-D, III, procurou outorgar aos jurisdicionados a opção de constituir, ou não, patrimônio segregado, quando o fundo contasse com mais de uma classe. Esse é o significado que se depreende da palavra “possibilidade” e “possível” no Dicionário Aurélio da Língua Portuguesa⁵:

“**possibilidade**. [Do lat. tard. possibilitate.] S.f. Qualidade de possível. ~ V.possibilidades.”

“**possível**. [Do lat. Possibile.] Adj. 2 g. 1. Que pode ser, acontecer ou **praticar-se**. S. m. 2. Aquilo que é possível: O médico fez o possível para salvá-lo. 3 Filos. **Do ponto de vista lógico, o que não implica contradição**. 4. Filos. Do ponto de vista físico, que o que satisfaz às condições gerais da experiência, **quer o que não está em contradição com nenhum fato ou lei empiricamente estabelecida**, quer o que é mais ou menos provável. 5. Filos. **Do ponto de vista moral, o que não contraria nenhuma regra moral**. [Cf., nas acepç. 3, 4 e 5: impossível (8 e 9).]” (grifamos e sublinhamos)

73. Portanto, ao analisarmos os significados das palavras “possibilidade” e “possível”, não restam dúvidas de que a intenção do legislador era conferir aos jurisdicionados a opção, a faculdade, a alternativa de, ao criarem um fundo de

⁵ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo dicionário Aurélio da língua portuguesa; coordenação Marina Baird Ferreira, Margarida dos Anjos. – 4 ed. – Curitiba: Ed. Positivo; 2009. Pág. 1.609.

investimento com diferentes classes, o seu patrimônio poder ou não ser segregado, de acordo com a sua conveniência.

74. O que é sugerido no Artigo 4º da Minuta, portanto, está em evidente contradição com a determinação legal do Artigo 1.368-D, III, do Código Civil.

75. Surpreendem as razões pelas quais a CVM optaria por se afastar das determinações legais do Artigo 1.368-D, III, do Código Civil, mas certo é que tal situação não pode ser admitida. A hierarquia das leis deve ser respeitada e nenhum ato administrativo pode ser emitido em violação à lei hierarquicamente superior.

76. Acreditamos que, possivelmente, o objetivo da CVM em estabelecer tal obrigatoriedade tenha sido o de evitar qualquer possibilidade de transferência de riquezas entre os cotistas das diversas classes do fundo, algo que poderia ocorrer por via indireta ao não haver segregação de patrimônio entre as classes.

77. É importante chamar a atenção para o fato de que tal possibilidade de transferência indireta de riqueza entre os cotistas não acontecerá necessariamente em todos os casos. É perfeitamente possível assegurar a paridade entre diferentes classes de cotas cujo patrimônio não seja segregado.

78. Além disso, ainda que em algumas hipóteses possa ocorrer transferência indireta de riqueza entre os cotistas, tal situação não precisa ser necessariamente vedada pela regulamentação. Se houver tal possibilidade, o regulamento e demais documentos informacionais do fundo são os meios adequados para informar, com destaque, a aplicabilidade de tal possibilidade ao respectivo fundo, bem como em que medida ela pode ocorrer, e seus impactos decorrentes para os cotistas potencialmente prejudicados.

79. Ainda que tal transferência indireta de riqueza ocorra, não será esse o objetivo primário do administrador e dos cotistas possivelmente beneficiados, sendo mais factível ocorrer como um efeito colateral pontual e excepcional.

80. Além disso, situações similares a essa já ocorrem em companhias abertas brasileiras quando da emissão de diferentes classes de ações. Vejamos o que dizem os Artigos 11, 15 e 16 da Lei n.º 6.404/76:

*“Art. 11. O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.
§ 1º Na companhia com ações sem valor nominal, o **estatuto poderá criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal.**
§ 2º O valor nominal será o mesmo para todas as ações da companhia.
§ 3º O valor nominal das ações de companhia aberta não poderá ser inferior ao mínimo fixado pela Comissão de Valores Mobiliários.*

(...)

*Art. 15. As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição.
§1º. As **ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta e fechada poderão ser de uma ou mais classes.**
§ 2º. O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.*

*Art. 16. As **ações ordinárias de companhia fechada poderão ser de classes diversas**, em função de:
I - conversibilidade em ações preferenciais;
II - exigência de nacionalidade brasileira do acionista; ou
III - direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.
Parágrafo único. A alteração do estatuto na parte em que regula a diversidade de classes, se não for expressamente prevista, e regulada, requererá a concordância de todos os titulares das ações atingidas.”*

81. Verifica-se claramente que a Lei n.º 6.404/76 não fala absolutamente nada sobre segregação de patrimônios das classes de ações das companhias abertas ou fechadas. Independentemente da classe de ações detida por determinado acionista, o patrimônio da companhia será detido pelos acionistas na proporção das ações que detiverem do capital social, observadas as preferências atribuídas às ações preferenciais na hipótese de liquidação da companhia, mas que, ainda assim, é algo totalmente diferente da segregação de patrimônio imposta pela Minuta.

82. Assim, o eventual receio da CVM de que a criação de classes de cotas sem a segregação de patrimônio possa acarretar transferência indireta de riqueza entre cotistas é excessiva e exagerada. Há diversas formas de se mitigar essa situação sem que seja necessário proibir essa faculdade atribuída aos cotistas pela LLE.

83. Portanto, entendemos que os Artigos 4º e 59 da Minuta deverão ser alterados para refletirem o comando legal estabelecido pelo Artigo 1.368-D, III, conforme a seguir:

“Art. 4º O regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo-podendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe de cotas.

§ 1º. Todas as classes devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a emissão de classes de cotas que alterem o tratamento tributário do fundo.

§ 2º. Caso o administrador opte pela criação de classe de cotas com patrimônio segregado, Cada o patrimônio segregado responde somente por obrigações vinculadas à respectiva classe de cotas.

§ 3º. O fundo que não contar com diferentes classes de cotas fará emissões de cotas em classe única, preservada a possibilidade de serem constituídas subclasses, não sendo admitida a constituição de patrimônio segregado para as subclasses.

§4º. Denominam-se:

I – aberta: a classe cujo regulamento admite que as cotas sejam resgatadas; e

II – fechada: a classe cujo regulamento não admite o resgate de cotas.

§5º. As referências a “classe” ou “classe de cotas” no âmbito desta Resolução alcançam os fundos que emitem cotas em classe única.

§6º. Caso o administrador opte pela criação de classe de cotas com patrimônio segregado, o regulamento, o prospecto (se for o caso) e a lâmina (se for o caso) deverão conter fator de risco que explique de maneira detalhada e pormenorizada as situações e hipóteses em que poderá ocorrer transferência de riqueza entre as classes de cotas, ainda que de forma indireta ou involuntária.”

“Art. 59. O fundo de investimento e suas classes de cotas cujos administradores optarem por segregar o patrimônio devem ter escrituração contábil próprias, devendo as suas contas e

demonstrações contábeis ser segregadas entre si, assim como segregadas das demonstrações contábeis do administrador.”

84. Ademais, levando-se em consideração que a segregação de patrimônio entre as diferentes classes de cotas permeou toda a estrutura sobre a qual Minuta foi desenvolvida, seria necessária uma releitura completa para que sejam realizados ajustes pontuais ao longo do texto para permitir a criação de classes diferentes de cotas sem a segregação de patrimônio, de forma que a norma abarque as duas possibilidades.

85. Acreditamos que essas alterações à Minuta sejam imprescindíveis para que a pretendida Resolução seja promulgada em consonância com os novos comandos legais trazidos pela Lei da Liberdade Econômica, evitando assim potenciais questionamentos à regulamentação no âmbito do Poder Judiciário.

V. ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR

86. O Edital propõe⁶ uma flexibilização das restrições de investimentos no exterior por fundos de investimento financeiro, passando a permitir o investimento de até 100% (cem por cento) do patrimônio líquido do fundo em ativos no exterior.

87. A medida sugerida pela CVM é muito bem-vinda. No cenário brasileiro atual de juros baixos, e considerando-se o histórico do país, os pequenos investidores brasileiros procuram investimentos que os permita investir no exterior, possibilitando exposição a taxas de retorno mais elevadas e em moeda estrangeira.

⁶ “De modo complementar à flexibilização do mercado de Brazilian Depositary Receipt - BDR, efetuada nos termos da Resolução CVM nº 3, de 2020, a Minuta propõe que, mediante a observância de alguns requisitos adicionais ao atual Anexo 101 da Instrução CVM 555 - aplicável aos fundos destinados a investidores qualificados -, os fundos destinados ao público em geral também possam aplicar até a totalidade de seu patrimônio em ativos financeiros no exterior (Anexo I, art. 43, § 2º). O próprio Anexo 101 será incorporado ao art. 42, § 1º do Anexo Normativo I. Adicionalmente, o sufixo “Investimento no Exterior” passa a ser de utilização compulsória para os fundos cuja política de investimentos admita que o patrimônio seja preponderantemente aplicado no exterior (Anexo I, art. 3º, § 2º); e seu regulamento deve estabelecer os limites para as aplicações em tela (Anexo Normativo I, art. 18, IV).”

88. Os investimentos no exterior são regulados no Artigo 43 da Minuta, conforme abaixo:

“Art. 43. Os fundos categorizados nos termos deste Anexo I devem observar os seguintes limites de concentração ao aplicar em ativos financeiros no exterior:

I – ilimitado, para:

a) classes categorizadas como “Renda Fixa – Dívida Externa”; e

b) classes exclusivamente destinadas a investidores profissionais.

II – até 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados; e

III – até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido para as classes destinadas ao público em geral.

§1º. A política de investimentos da classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados pode extrapolar o limite estabelecido no inciso II do caput, desde que:

I – a categorização da classe de cotas seja preservada;

II – o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:

a) a região geográfica em que foram emitidos;

b) se a sua gestão é ativa ou passiva;

c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;

d) o risco a que estão expostos; e

e) qualquer outra informação que julgue relevante; e

III – se for o caso, o gestor assegure-se de que os referidos fundos de investimentos ou veículos de investimento no exterior referidos na alínea “c” do inciso II deste § 1º:

a) submetem-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida que preveja:

1. a aprovação para a sua constituição;

2. a obrigatoriedade de demonstrações financeiras auditadas por empresa de auditoria independente;

3. que seus documentos sejam aprovados pelo regulador ou mantidos à sua disposição e disponibilizados ao investidor;

4. *sem prejuízo do disposto no inciso II abaixo, que o valor de suas cotas seja calculado a cada resgate ou investimento e, no mínimo, uma vez a cada 30 (trinta) dias;*
5. *regras sobre gestão de riscos, inclusive de liquidez, que tenham requisitos formais para o monitoramento, revisão e avaliações qualitativas e quantitativas;*
6. *princípios para precificação dos ativos e que esta seja feita por área segregada ou por terceiros habilitados;*
7. *regras para diversificação dos investimentos, limites de concentração por emissor ou alertas acerca do risco de eventual concentração, aplicáveis também aos ativos subjacentes, no caso de derivativos;*
8. *tratamento para venda a descoberto e alavancagem;*
9. *no caso de operações de balcão, que a contraparte associada seja instituição financeira regulada e supervisionada por autoridade local reconhecida; e*

b) possuam documentos que:

1. *demonstrem os níveis de controle de risco, e a estrutura de governança dos fundos investidos, indicando o administrador, gestor, custodiante, demais prestadores de serviço, o diretor responsável pelo fundo no exterior e suas respectivas funções;*
2. *evidenciem as remunerações, despesas, taxas e encargos; e*
3. *identifiquem os fatores de riscos e as restrições de investimentos.*

§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 todos os investimentos ocorram por meio de fundos ou veículos de investimento no exterior que, em acréscimo aos requisitos estabelecidos no § 1º, contem com, no mínimo, o seguinte aparato:

- I – metodologia de cálculo para precificação dos ativos e de alavancagem reconhecida e monitorada por autoridade local;*
- II – gerenciamento de riscos que leve em consideração potencial descasamento entre ativo e passivo do fundo ou veículo no exterior, com necessidade de reporte periódico;*
- III – cálculo diário do valor de suas cotas;*

IV – gerenciamento de liquidez adequado ao perfil dos investimentos e aos prazos de resgate a classe investidora, com liquidez, no mínimo, semanal;

V – regras que não permitam que o fundo ou veículo no exterior possua patrimônio líquido negativo ou que obriguem ao cotista aportar recursos adicionais acima do capital comprometido para cobrir eventual prejuízo do fundo ou veículo no exterior;

VI – seja destinado ao público em geral, ou equivalente em sua jurisdição de origem;

VII – regras de concentração de ativos reconhecida e monitorada por autoridade local, sendo que os fundos ou veículos no exterior devem estar sujeitos aos seguintes limites:

a) 10% (dez por cento) de seu patrimônio em ativos que não estejam listados em segmento de negociação de valores mobiliários;

b) 20% (vinte por cento) de seu patrimônio em depósito bancário em uma única instituição; e

c) 20% (vinte por cento) de seu patrimônio em ativos de um mesmo emissor, considerado no cálculo do referido limite, cumulativamente, os depósitos bancários e o valor das posições em contratos de derivativos com ativos subjacentes do emissor ou em que ele atue como contraparte; e

§3º. No cômputo dos limites dispostos neste artigo, devem ser considerados os contratos derivativos investidos pelos fundos ou veículos de investimento no exterior, em função do valor de exposição, corrente e potencial, que acarretem sobre as posições detidas pelo fundo investidor, apurado com base em metodologia consistente e passível de verificação.

§4º. As aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro aplicáveis aos ativos domésticos.

§5º. A aplicação de recursos em BDR Nível I está dispensada de observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro dispostos neste Anexo I para os investimentos no exterior, devendo as aplicações em BDR serem computadas nos cálculos dos referidos limites em conjunto com as aplicações em ativos domésticos.”

89. A regulamentação proposta estipula diferentes requisitos exigidos do fundo para a alocação de seus investimentos no exterior de acordo com o público-alvo: investidor profissional, investidor qualificado ou público em geral.

90. Embora a maioria desses requisitos já estivesse presente no Artigo 101 da Instrução CVM n.º 555, entendemos que a sua aplicação indiscriminada entre fundos abertos e fechados seja prejudicial ao mercado por não considerar diferenças substanciais entre os investimentos normalmente realizados por cada um deles.

91. Os fundos fechados normalmente têm por objetivo realizar investimentos em ativos com menor liquidez, justificando assim a impossibilidade de os investidores resgatarem as cotas. Nesses casos, os cotistas podem dar liquidez ao seu investimento alienando as cotas no mercado, quando da amortização de quotas ou quando da liquidação do fundo de investimento.

92. Os requisitos exigidos pelo §1º e pelo §2º do Artigo 43 da Minuta para que as cotas sejam distribuídas ou negociadas para investidores qualificados ou pelo público em geral podem impedir ou prejudicar sobremaneira esses investimentos, em razão de apresentarem exigências que são normalmente impostas a fundos abertos, tais como as exigências de que o ativo alvo:

- (a) apresente cálculo diário do valor das cotas (Art. 43, §2º, III da Minuta);
- (b) seja destinado ao público em geral, ou equivalente em sua jurisdição de origem (Art. 43, §2º, VI da Minuta);
- (c) esteja sujeito a regras de concentração de ativos reconhecida e monitorada por autoridade local (Art. 43, §2º, VI da Minuta);
- (d) submetam-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida que preveja princípios para precificação dos ativos, e que esta seja feita por área segregada ou por terceiros habilitados (Art. 43, §1º, III, a), 6 da Minuta);

(e) submetam-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida que preveja regras para diversificação dos investimentos, limites de concentração por emissor ou alertas acerca do risco de eventual concentração, aplicáveis também aos ativos subjacentes, no caso de derivativos (Art. 43, §1º, III, a), 7 da Minuta).

93. A complexidade e profundidade das exigências acima contrasta com investimentos realizados por fundos de investimento fechados, que muitas vezes têm como tese central de investimento a concentração dos recursos em um único veículo no exterior para que, a partir dele, realize os investimentos nos ativos alvo.

94. Essa concentração dos recursos em um único veículo no estrangeiro pode ser imprescindível para o cumprimento de obrigações regulatórias, tributárias e cambiais a custos razoáveis, evitando-se que os excessivos custos de observância e de transação prejudiquem os investidores, que em última instância serão penalizados pela estrutura excessivamente pesada e complexa imposta pela regulamentação.

95. Por vezes, a impossibilidade de se permitir a concentração do investimento em um único veículo no exterior pode ocasionar um incremento injustificável nos custos de transação necessários à implementação da estrutura societária em cumprimento às exigências regulatórias locais, indo contra os interesses dos investidores.

96. Outro exemplo que podemos citar é a exigência de que o valor da cota seja calculado diariamente (Art. 43, §2º, III da Minuta). Tal exigência é desnecessária quando o fundo é fechado ou quando o objeto do investimento são ativos ilíquidos, fazendo com que a estrutura societária do investimento fique obrigada a contratar serviços caros, complexos e desnecessários, e cujos custos serão inexoravelmente repassados, de forma direta ou indireta, ao investidor.

97. Outro ponto que não nos parece fazer sentido é a exigência de que o fundo ou veículo no exterior seja destinado ao público em geral, ou equivalente

em sua jurisdição de origem (Art. 43, §2º, VI da Minuta), quando se tratar de um fundo fechado brasileiro investindo no exterior.

98. A postura da CVM é louvável em procurar impor regras que exijam uma ampla gama de fornecimento de informações detalhadas e fidedignas, bem como exigir que os ativos sejam devidamente fiscalizados e regulamentados pelos órgãos reguladores dos seus respectivos países de origem.

99. Por outro lado, entendemos que a CVM tem a oportunidade de se aprofundar e diferenciar essas exigências, estabelecendo regras próprias aplicáveis para fundos fechados de forma diferenciada daquelas aplicáveis a fundos abertos, o que entendemos que seria produtivo e necessário para esse nicho do mercado.

100. O momento atual pelo qual passa o mercado de capitais brasileiro é desafiador. Ele exige que o regulador tenha maior capacidade e maior velocidade em se adaptar aos novos desafios.

101. A flexibilização das regras de investimento em ativos no exterior é essencial para o adequado estímulo da competitividade por ativos financeiros. A competitividade cresceu imensamente nos últimos anos, mas ao considerarmos o patamar estável de juros baixos que o Brasil está vivendo, acreditamos que o potencial concorrencial é ainda maior.

102. O estímulo para que o capital brasileiro invista no exterior requer que a CVM mantenha uma flexibilização das regras para incentivar que gestores desenvolvam produtos competitivos em moeda e em ativos estrangeiros, do contrário concentrará e limitará o potencial de investimentos ao cenário atual.

103. Pior do que isso, incentivará que plataformas estrangeiras invadam o mercado local de forma indevida e ofereçam os produtos de investimento no exterior que estão sendo, em nossa visão, restringidos ou desincentivados em prejuízo do melhor interesse dos investidores brasileiros.

104. Ao flexibilizar as regras para a realização de investimentos no exterior por fundos de investimentos brasileiros, a CVM: (i) permitiria que o mercado desenvolvesse uma gama muito maior de produtos, com diferentes rentabilidades e diversificados riscos de exposição; (ii) estimularia a competição; e (iii) asseguraria o poder de fiscalização da CVM sobre esses produtos financeiros, desestimulando ofertas irregulares de ativos estrangeiros no Brasil sem registro, e em violação à regulamentação do mercado de capitais brasileiro.

105. Entretanto, a redação sugerida no Artigo 43 da Minuta vem em desfavor dos investidores, na medida em que promove justamente os incentivos inversos aos citados acima.

106. É compreensível e defensável a postura da CVM em ser cuidadosa ao abrir e expandir as possibilidades de investimentos no exterior por fundos de investimentos brasileiros. Naturalmente procura realizar uma flexibilização em etapas para possibilitar o monitoramento da evolução do mercado, e como ele se comportará à luz das novas regras, bem como dos eventuais problemas e riscos que certamente advirão.

107. Por outro lado, essa expansão precisa ser realizada de maneira condizente com as estruturas de investimento que são usualmente adotadas pelo mercado, que levam em consideração não apenas as regras regulatórias brasileiras, mas também os custos e despesas de transação de implementação da estrutura no exterior, notadamente os custos tributários, regulatórios e de prestadores de serviços no exterior, que hoje estão sobremaneira agravados pela alta do dólar no país.

108. Esses custos não podem ser subestimados. Ao impor regras tão rígidas à realização de investimentos no exterior, a CVM acaba por desestimular o mercado. Maior exemplo disso foi o IPO da XP Investimentos que, por diversas razões, acabou sendo forçada a optar pelo mercado de capitais estrangeiro em detrimento ao mercado local.⁷

⁷ <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,investidor-brasileiro-nao-podera-participar-do-ipo-bilionario-da-xp,70003120707#:~:text=O%20segundo%20motivo%20pelo%20qual,implique%20em%20questionamentos%20na%20Justi%C3%A7a.>

109. Claro que, no caso da XP Investimentos, algumas das restrições ao mercado local decorriam da necessidade de alterações à legislação federal, mas, de uma forma geral, podemos depreender que as restrições legais e regulatórias representam um enorme obstáculo ao desenvolvimento de produtos de investimento.⁸ Vejamos o que disse o Guilherme Benchimol na oportunidade:

*“Optamos pela listagem na Nasdaq porque acreditamos que nos conectará com os principais investidores do mundo, trazendo as melhores práticas internacionais para a nossa empresa, além de nos dar espaço para novas emissões de ações, sem colocar em risco o controle da empresa e a sua total independência – **fato esse que não seria possível por meio da legislação brasileira atual.**” (grifamos e sublinhamos)*

110. Portanto, acreditamos que a CVM deveria aproveitar este momento para reduzir esses obstáculos, incentivando que gestores de carteira brasileiros desenvolvam produtos com foco em ativos no exterior em patamares de custo palatáveis para os investidores locais, inclusive com foco específico no público em geral, que é, sem sombra de dúvidas, o maior beneficiário.

111. Isso porque o investidor profissional ou qualificado possui capital, conhecimento e diversos outros recursos para realizar diretamente investimentos no exterior. Por outro lado, o pequeno investidor, representado pela categoria do público em geral, não dispõe desses mesmos recursos, conhecimentos e capacidades, sendo o maior prejudicado pela falta de competição no mercado, ficando impossibilitado de participar de potenciais ganhos atrativos que somente os maiores investidores poderão se valer.

112. Dessa forma, vimos pela presente sugerir as seguintes alterações à redação do Artigo 43:

“Art. 43. Os fundos categorizados nos termos deste Anexo I devem observar os seguintes limites de concentração ao aplicar em ativos financeiros no exterior:

⁸ <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/empresas/noticia/2019/12/11/benchimol-justifica-abertura-de-ipo-no-externo.ghml>

I – ilimitado, para:

- a) classes categorizadas como “Renda Fixa – Dívida Externa”; e*
- b) classes exclusivamente destinadas a investidores profissionais.*

II – até 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados; e

III – até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido para as classes destinadas ao público em geral.

§1º. A política de investimentos da classe de cotas de fundos abertos destinada exclusivamente a investidores qualificados pode extrapolar o limite estabelecido no inciso II do caput, desde que:

I – a categorização da classe de cotas seja preservada;

II – o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:

- a) a região geográfica em que foram emitidos;*
- b) se a sua gestão é ativa ou passiva;*
- c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;*
- d) o risco a que estão expostos; e*
- e) qualquer outra informação que julgue relevante; e*

III – se for o caso, o gestor assegure-se de que os referidos fundos de investimentos ou veículos de investimento no exterior referidos na alínea “c” do inciso II deste § 1º:

a) submetem-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida que preveja:

- 1. a aprovação para a sua constituição;*
- 2. a obrigatoriedade de demonstrações financeiras auditadas por empresa de auditoria independente;*
- 3. que seus documentos sejam aprovados pelo regulador ou mantidos à sua disposição e disponibilizados ao investidor;*
- 4. sem prejuízo do disposto no inciso II abaixo, que o valor de suas cotas seja calculado a cada resgate ou investimento e, no mínimo, uma vez a cada 30 (trinta) dias;*
- 5. regras sobre gestão de riscos, inclusive de liquidez, que tenham requisitos formais para o monitoramento, revisão e avaliações qualitativas e quantitativas;*

6. princípios para precificação dos ativos e que esta seja feita por área segregada ou por terceiros habilitados;
7. regras para diversificação dos investimentos, limites de concentração por emissor ou alertas acerca do risco de eventual concentração, aplicáveis também aos ativos subjacentes, no caso de derivativos;
8. tratamento para venda a descoberto e alavancagem;
9. no caso de operações de balcão, que a contraparte associada seja instituição financeira regulada e supervisionada por autoridade local reconhecida; e

b) possuam documentos que:

1. demonstrem os níveis de controle de risco, e a estrutura de governança dos fundos investidos, indicando o administrador, gestor, custodiante, demais prestadores de serviço, o diretor responsável pelo fundo no exterior e suas respectivas funções;
2. evidenciem as remunerações, despesas, taxas e encargos; e
3. identifiquem os fatores de riscos e as restrições de investimentos.

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

- I – metodologia de cálculo para precificação dos ativos e de alavancagem reconhecida e monitorada por autoridade local;
- II – gerenciamento de riscos que leve em consideração potencial descasamento entre ativo e passivo do fundo ou veículo no exterior, com necessidade de reporte periódico;
- III – cálculo diário do valor de suas cotas;
- IV – gerenciamento de liquidez adequado ao perfil dos investimentos e aos prazos de resgate a classe investidora, com liquidez, no mínimo, semanal;
- V – regras que não permitam que o fundo ou veículo no exterior possua patrimônio líquido negativo ou que obriguem ao cotista aportar recursos adicionais acima do capital comprometido para cobrir eventual prejuízo do fundo ou veículo no exterior;

VI – seja destinado ao público em geral, ou equivalente em sua jurisdição de origem;

VII – regras de concentração de ativos reconhecida e monitorada por autoridade local, sendo que os fundos ou veículos no exterior devem estar sujeitos aos seguintes limites:

a) 10% (dez por cento) de seu patrimônio em ativos que não estejam listados em segmento de negociação de valores mobiliários;

b) 20% (vinte por cento) de seu patrimônio em depósito bancário em uma única instituição; e

c) 20% (vinte por cento) de seu patrimônio em ativos de um mesmo emissor, considerado no cálculo do referido limite, cumulativamente, os depósitos bancários e o valor das posições em contratos de derivativos com ativos subjacentes do emissor ou em que ele atue como contraparte.

§3º. A política de investimentos da classe de cotas de fundos fechados destinada exclusivamente a investidores qualificados pode extrapolar o limite estabelecido no inciso II do caput, desde que:

I – a categorização da classe de cotas seja preservada;

II – o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:

a) a região geográfica em que foram emitidos;

b) se a sua gestão é ativa ou passiva;

c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;

d) o risco a que estão expostos; e

e) qualquer outra informação que julgue relevante; e

III – se for o caso, o gestor assegure-se de que os referidos fundos de investimentos ou veículos de investimento no exterior referidos na alínea “c” do inciso II deste § 1º:

a) submetem-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida que preveja:

1. a aprovação para a sua constituição;

2. a obrigatoriedade de demonstrações financeiras auditadas por empresa de auditoria independente;

3. que seus documentos sejam aprovados pelo regulador ou mantidos à sua disposição e disponibilizados ao investidor;
4. sem prejuízo do disposto no inciso II abaixo, que o valor de suas cotas seja calculado, no mínimo, uma vez a cada 30 (trinta) dias;
5. regras sobre gestão de riscos, inclusive de liquidez, que tenham requisitos formais para o monitoramento, revisão e avaliações qualitativas e quantitativas;
6. princípios para precificação dos ativos;
7. regras para diversificação dos investimentos, limites de concentração por emissor ou alertas acerca do risco de eventual concentração, aplicáveis também aos ativos subjacentes, no caso de derivativos, sendo certo que será permitida a concentração da totalidade do investimento em um mesmo fundo ou veículo de investimento;
8. tratamento para venda a descoberto e alavancagem; e

b) possuam documentos que:

1. demonstrem os níveis de controle de risco, e a estrutura de governança dos fundos investidos, indicando o administrador, gestor, custodiante, demais prestadores de serviço, o diretor responsável pelo fundo no exterior e suas respectivas funções, se e quando for o caso;
2. evidenciem as remunerações, despesas, taxas e encargos; e
3. identifiquem os fatores de riscos e as restrições de investimentos.

§4º. Nas classes de cotas de fundos fechados destinadas ao público em geral, a política de investimentos pode extrapolar o limite estabelecido no inciso III do caput, desde que todos os investimentos ocorram por meio de fundos ou veículos de investimento no exterior que, em acréscimo aos requisitos estabelecidos no § 1º, contem com, no mínimo, o seguinte aparato:

I – gerenciamento de riscos que leve em consideração potencial descasamento entre ativo e passivo do fundo ou veículo no exterior, com necessidade de reporte periódico, com periodicidade mínima semestral;

II – gerenciamento de liquidez adequado ao perfil dos investimentos e aos prazos de resgate a classe investidora, com liquidez, no mínimo, semestral;

III – regras que não permitam que o fundo ou veículo no exterior possua patrimônio líquido negativo ou que obriguem ao cotista aportar recursos adicionais acima do capital comprometido para cobrir eventual prejuízo do fundo ou veículo no exterior.

§3º5º. No cômputo dos limites dispostos neste artigo, devem ser considerados os contratos derivativos investidos pelos fundos ou veículos de investimento no exterior, em função do valor de exposição, corrente e potencial, que acarretem sobre as posições detidas pelo fundo investidor, apurado com base em metodologia consistente e passível de verificação.

§4º6º. As aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro aplicáveis aos ativos domésticos.

§5º7º. A aplicação de recursos em BDR Nível I está dispensada de observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro dispostos neste Anexo I para os investimentos no exterior, devendo as aplicações em BDR serem computadas nos cálculos dos referidos limites em conjunto com as aplicações em ativos domésticos.”

113. Acreditamos que com os ajustes acima, o Artigo 43 do Anexo Normativo I da Minuta se torne mais adequado a promover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro em ativos no exterior, atraindo também para a esfera de competência e fiscalização da CVM diversos investimentos que, de outro modo, acabariam sendo oferecidos de maneira indevida no mercado de capitais local.

VI. PODERES DO ADMINISTRADOR NA ASSEMBLEIA GERAL

114. A Minuta trouxe uma inovação a respeito dos poderes do administrador de fundos de investimento na condução da Assembleia Geral de

cotistas, que parece trazer dificuldades de ordem prática e jurídica. O Artigo 64⁹, parágrafo único, da Minuta prevê que: “*Compete ao administrador evitar que as deliberações da assembleia geral resultem em transferência indevida de riqueza entre as classes de cotas*”.

115. Esse dispositivo parece trazer inúmeras dificuldades de ordem prática e jurídica e, em nossa opinião, deveria ser excluído da Minuta.

116. Em primeiro lugar, o administrador do fundo não deveria ter nenhum poder na assembleia geral em razão de potencial conflito de interesses. Na condição de prestador de serviços, o administrador do fundo não deve interferir com a assembleia geral sob pena de minar e enfraquecer a soberania decisória que lhe é naturalmente atribuída.

117. Sob o pretexto de impedir eventual “*transferência indevida de riqueza entre as classes de cotas*”, o administrador teria poderes para potencialmente impedir deliberações, interferir na contagem de votos ou, ainda, desconsiderar votos proferidos por cotistas com base nesse dispositivo. Não há nenhuma dúvida de que tal dispositivo tem o condão de prejudicar a independência e a atuação autônoma do administrador no exercício de sua função.

118. A redação proposta é um tipo jurídico aberto, não havendo nenhuma delimitação sobre como tal poder / dever deverá ser utilizado pelo administrador. Isso permite que diversas matérias possam ser obstadas pelo administrador sob o pretexto de “*transferência indevida de riqueza entre as classes de cotas*”, vindo na contramão de toda a legislação sobre o tema.

119. A CVM deveria assegurar a plena autonomia e liberdade da Assembleia Geral para deliberar os temas que venham a ser propostas por quaisquer cotistas, vedando que qualquer prestador de serviços do fundo

⁹ Art. 64. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: I – as demonstrações contábeis do fundo de investimento apresentadas pelo administrador; II – a substituição de prestadores de serviços essenciais, isolada ou conjuntamente; III – a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo; IV – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 47; e V – o pedido de declaração judicial de insolvência do fundo. Parágrafo único. Compete ao administrador evitar que as deliberações da assembleia geral resultem em transferência indevida de riqueza entre as classes de cotas.

(notadamente um prestador de serviço essencial) possa ter poderes para intervir ou mesmo impedir qualquer de suas deliberações.

120. Em segundo lugar, a Assembleia Geral não pode estar sujeita a sofrer qualquer tipo de intervenção do administrador porque os cotistas podem ficar com receio de sofrerem represálias, o que os constrangeria, por exemplo, a não destituir determinado administrador por conta do risco de, caso não consigam votos suficientes para implementarem a destituição, o administrador se valha desse poder para prejudicá-los num momento subsequente.

121. Eventual atuação dos cotistas de uma ou mais classe de cotas em detrimento de outra classe de cotas deverá ser investigada e punida nos foros apropriados. Não cabe a delegação dessa função ao administrador do fundo.

122. Em terceiro lugar, a ausência de parâmetros ou limites à utilização desse poder colocaria o administrador numa situação de incerteza quanto à sua utilização. O administrador irá se perguntar em quais hipóteses a utilização desse veto a determinadas deliberações da Assembleia Geral será abusivo ou será justificável.

123. Tendo em vista que os cotistas podem solicitar a convocação da Assembleia Geral e determinar a ordem do dia, esse dispositivo coloca o administrador numa posição de interventor, com poder de veto sobre o direito dos cotistas de proporem matérias à deliberação da Assembleia Geral.

124. As potenciais situações que podem ocasionar uma “*transferência indevida de riqueza entre as classes de cotas*” são inúmeras. Essa situação é ainda mais agravada pelo fato de que a norma não veda toda e qualquer “*transferência de riqueza*” entre as classes de cotas, mas apenas aquelas que seriam “*indevidas*”.

125. Nesse contexto, é legítimo colocar a questão: quais são as situações que geram uma “*indevida*” transferência de riqueza entre as classes de cotas?

126. Por todos os motivos apresentados acima, sugerimos que o parágrafo único do Artigo 64 da Minuta seja removido. A manutenção de tal dispositivo

poderá acarretar diversos impactos materiais adversos no mercado, ao mesmo tempo em que o objetivo que a CVM procura alcançar com essa regra pode ser igualmente alcançado de inúmeras outras maneiras.

127. Como exemplo, a CVM poderia criar regras que estipulem proibição dos cotistas exercerem o seu direito de voto em Assembleia quando estiverem em situação de conflito de interesses formal com o fundo, ou que proíbam o voto abusivo, em linha com o que dispõe o Artigo 115 da Lei n.º 6.404/76.

VII. QUÓRUM DE INSTALAÇÃO

128. No tocante à definição do quórum de instalação da Assembleia Geral, a Minuta procurou flexibilizar e facilitar a tomada de decisões por parte dos cotistas do fundo de uma maneira geral.

129. Especificamente em relação ao quórum de instalação, o Artigo 69 da Minuta prevê que: *“A assembleia de cotistas se instala com a presença de qualquer número de cotistas”*.

130. A redação do dispositivo é bastante adequada aos anseios do mercado, e está de acordo com as demandas do setor no sentido de desburocratizar o processo decisório e operacional dos fundos de investimento.

131. Entretanto, gostaríamos de sugerir que a CVM esclarecesse na Resolução que o quórum de instalação pode ser aumentado na hipótese de aprovação pela maioria absoluta dos cotistas em assembleia geral. Ressaltamos que a ideia não seria permitir ao administrador e ao gestor incluir um quórum qualificado quando da criação do fundo, delegando apenas aos cotistas reunidos em Assembleia Geral essa possibilidade.

132. Portanto, gostaríamos de sugerir que a redação do Artigo 69 da Minuta seja alterada conforme a seguir:

“Art. 69. A assembleia de cotistas se instala com a presença de qualquer número de cotistas, sendo permitido à maioria absoluta dos

cotistas do fundo ou da respectiva classe de cotas reunidos em Assembleia Geral alterar o regulamento para aumentar o quórum de instalação.”

VIII. CÔMPUTO DE QUÓRUM E MANIFESTAÇÕES DE VOTO

133. No tocante as deliberações da Assembleia Geral de cotistas, o Artigo 71, §5º, da Minuta trouxe uma inovação quanto à forma de se contabilizar os votos proferidos pelos cotistas, estipulando que “*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*” (grifamos e sublinhamos).

134. A proposta de cômputo de quórum e manifestação de votos se diferencia bastante da sistemática hoje vigente no Artigo 71 da Instrução CVM n.º 555, que estipula que as deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto. Vejamos o que diz o referido Artigo 71:

*“Art. 71. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, **cabendo a cada cota 1 (um) voto**.*

§ 1º O regulamento pode dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas.

§ 2º Na hipótese a que se refere o § 1º, deve ser concedido aos cotistas o prazo mínimo de 10 (dez) dias para manifestação.

§ 3º O regulamento pode estabelecer quórum qualificado para as deliberações, inclusive as relativas às matérias previstas no art. 66.” (grifamos)

135. A alteração trazida pela nova sistemática transparece uma preocupação da CVM em determinar uma simetria e proporcionalidade entre o poder de voto e os investimentos efetivamente realizados pelos cotistas, tendendo a evitar situações em que cotistas que tenham contribuído pouco para o fundo, em termos econômicos, venham a deter mais poder de voto do que aqueles que suportaram a maior parte do ônus.

136. A preocupação da CVM com esse tema é bem-vinda e a sugestão constante da minuta merece aplausos. A criação de um dispositivo que procure vincular e equilibrar o poder de voto ao poder econômico vai ao encontro do interesse dos investidores minoritários e do público em geral.

137. Por outro lado, há diversas situações em que o distanciamento entre as contribuições econômicas e o poder de voto pode ser estabelecido de maneira totalmente legítima, devendo a regulamentação prever meios para permitir e acomodar essas ocasiões.

138. Como exemplo, podemos citar as situações em que um sócio investidor (sócio de capital) procura se aliar a um sócio de indústria, que detém *expertise* operacional em determinado setor, para que juntos possam empreender, onde cada um contribua de maneira proporcional à sua competência e capacidade.

139. Esse modelo é muitíssimo comum, não apenas no Brasil, como no mundo todo. Tais situações são coloquialmente denominadas de “carrego”, onde o investidor de capital assume uma parcela maior do ônus econômico que o sócio de indústria, mas ambos acabam, de certa forma, negociando uma compensação em formato de participação ao sócio de indústria para alinhar interesses e incentivos com o atingimento do sucesso do projeto.

140. O mercado naturalmente se equilibra e alinha essa divisão de participação, devendo o arcabouço legal e regulatório prever mecanismos para possibilitar que os agentes possam flexivelmente organizar e implementar a sua estrutura societária da maneira que entenderem mais adequada, incluindo os poderes de voto e controle sobre o fundo ou veículo pelo qual o investimento será realizado.

141. Assim, nada mais natural que a regulamentação possibilite aos agentes de mercado que se afastem voluntariamente da regra que estipula a paridade entre poder de voto e patrimônio, possibilitando que o regulamento do fundo por vezes adote a regra que atualmente se encontra em vigor, onde cada cota corresponde a um voto nas deliberações sociais.

142. Nesse sentido, sugerimos que a redação do Artigo 71 da Minuta seja alterada de acordo com a sugestão abaixo, deixando clara a possibilidade dos prestadores de serviços essenciais, quando da constituição do fundo, ou dos cotistas, reunidos em Assembleia Geral, disporem em contrário, criando regra diversa para o cômputo de quórum e manifestações de votos:

“Art. 71. As deliberações da assembleia de cotistas são tomadas por maioria de votos.

§ 1º. O regulamento pode dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas.

§ 2º. Na hipótese a que se refere o § 1º, deve ser concedido aos cotistas o prazo mínimo de 10 (dez) dias para manifestação.

§ 3º. O regulamento pode estabelecer quórum qualificado para as deliberações, inclusive as relativas às matérias previstas nos arts. 64 e 65.

§ 4º. Na hipótese de destituição prestador de serviço essencial de fundo que possua classe aberta, o quórum qualificado a que se refere o § 3º não pode ultrapassar cotas representativas da metade do patrimônio líquido do fundo.

§ 5º. Salvo disposição em contrário no regulamento, ~~P~~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.”

143. Acreditamos que o ajuste redacional ora sugerido permitirá a manutenção, por padrão, da paridade entre contribuição econômica e poder de voto, ao mesmo tempo em que conferirá aos agentes do mercado a flexibilidade de acordarem de forma diversa no regulamento do fundo, nas hipóteses em que o distanciamento de tal paridade se faça legítimo e adequado para a implementação de determinados projetos.

IX. HONORÁRIOS DE ADVOGADOS

144. Dentre as despesas que podem ser atribuídas diretamente aos fundos de investimento está o pagamento de honorários de advogado, cuja previsão consta do Artigo 100, VI, da Minuta, o qual transcrevemos abaixo para melhor compreensão:

“Art. 100. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente, sem prejuízo de outras previstas nos Anexos Normativos a esta Resolução ou em regulamentação específica:

(...)

VI – honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso;” (sublinhamos)

145. Questão que se coloca é sobre a extensão dos honorários de advogado que podem ser contratados e pagos diretamente pelo fundo. A redação proposta segue a mesma linha da redação adotada nas instruções CVM n.º 409 e Instrução CVM n.º 555, bem como em diversas outras normas regulamentares de fundos de investimento, mas que sempre deixam uma sombra de dúvida sobre a extensão dos serviços advocatícios que podem ser contratados diretamente pelo fundo.

146. A norma contempla expressamente o pagamento de honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele.

147. A questão que se coloca mais especificamente é sobre a extensão da expressão “*ou fora dele*”. Os fundos de investimentos contratam advogados para assessorá-los numa enorme gama de serviços que vão muito além do mero patrocínio em processos judiciais e administrativos.

148. Como exemplo, podemos citar os advogados que os Fundos de Investimento em Participação contratam no âmbito da negociação de contratos de M&A para a aquisição de determinados ativos, ou mesmo advogados que são contratados por todos os tipos de fundos de investimento para assessorar a elaboração de documentos das Assembleias Gerais dos fundos e para a prestação de suporte na condução dos trabalhos da Assembleia, notadamente aquelas em que há um certo grau de tensão ou beligerância entre os cotistas.

149. Da mesma maneira, fundos de investimento contratam advogados para emitirem pareceres sobre determinada situação jurídica que não necessariamente estará vinculada a um processo judicial ou administrativo.

150. Em verdade, há uma imensa gama de serviços advocatícios contratados por fundos de investimento, mas os administradores e gestores em geral demonstram insegurança quanto a se tais despesas podem ou não ser atribuídas como despesas próprias do fundo em razão da histórica redação lacônica que sempre tratou do tema em toda a regulamentação da CVM.

151. Portanto, entendemos que este momento seria perfeitamente conveniente para que a CVM venha esclarecer esse tema, eliminando as inseguranças do mercado a respeito da extensão dessa contratação. Assim, gostaríamos de sugerir uma redação alternativa ao Artigo 100, VI, da Minuta, conforme a seguir:

“Art. 100. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente, sem prejuízo de outras previstas nos Anexos Normativos a esta Resolução ou em regulamentação específica:

(...)

VI – honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso, bem como honorários decorrentes de serviços de consultoria jurídica,”

152. Acreditamos que a redação sugerida acima seja capaz de eliminar as incertezas e inseguranças que o mercado possui quando da contratação de advogados para defender os interesses dos fundos de maneira mais ampla, trazendo mais clareza quanto à extensão desse tipo de contratação.

X. FUNDOS MULTIMERCADO

153. A nova regulamentação dos fundos multimerado segue a linha mais flexível que já vinha sendo adotada na regulamentação anterior, merecendo elogios.

154. Apesar dos inegáveis avanços, gostaríamos de sugerir alterações que permitiriam uma flexibilização maior desse tipo de fundo, e que estaria bastante alinhada com o momento vivido atualmente pelo mercado de capitais brasileiro.

155. Tendo em vista a natureza flexível e, por que não dizer, arrojada dos fundos multimercado, entendemos que seria recomendável permitir que esses fundos tenham a possibilidade investir no exterior sem qualquer tipo de limites de exposição ou limites por emissor, desde que observados determinados requisitos legais.

156. O objetivo de sugerir tal flexibilização é permitir que haja na regulamentação brasileira ao menos um veículo que, observados determinados requisitos, possa realizar investimentos de amplo alcance no exterior, podendo inclusive concentrar os recursos em um mesmo veículo estrangeiro para que, a partir dali, realize os efetivos investimentos objeto do fundo.

157. Essa flexibilização é importante porque a realização de determinados investimentos de maneira eficiente em ativos no exterior exige uma maior flexibilidade, sobretudo se estivermos falando de eficiência tributária e regulatória.

158. As restrições impostas pelo Artigo 43 do Anexo I da Minuta nos parecem excessivas em se tratando de fundos multimercado, sendo o nosso entendimento que engessarão o mercado ou, ao menos, serão um obstáculo para que os fundos multimercado possam atingir plenamente o seu potencial em ativos no exterior, especialmente quando o mercado vive um momento de grande interesse por essa modalidade de ativo.

159. Assim, sugerimos que seja incluído um parágrafo no Artigo 59 da Minuta para prever que os fundos multimercado destinados a investidores profissionais, qualificados ou ao público em geral ficam autorizados a realizar investimentos no exterior sem a obrigação de observar as restrições impostas no Artigo 43, desde que:

(i) estipule em seu regulamento que o fundo poderá realizar investimentos de até 100% (cem por cento) do seu patrimônio líquido em ativos no exterior;

(ii) caso deseje concentrar a carteira em um ou em poucos emissores, estipule em seu regulamento que o fundo poderá investir até 100% (cem por cento) do seu patrimônio líquido em um mesmo emissor;

(iii) o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:

- (a) a região geográfica em que foram emitidos;
- (b) se a sua gestão é ativa ou passiva;
- (c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;
- (d) o risco a que estão expostos; e
- (e) qualquer outra informação que julgue relevante.

(iv) o prospecto ou a lâmina, conforme o caso, informem com clareza, destaque e negrito as informações constantes dos itens “i” a “iii” acima; e

(v) o intermediário exija que o investidor assine um termo de ciência de riscos de concentração em relação aos riscos decorrentes de fundos, que podem concentrar investimentos no exterior em um ou mais emissores.

160. Tendo em vista o disposto, sugerimos que a redação do Artigo 59 da Minuta seja alterada para que passe a constar conforme a seguir:

“Art. 59. Os fundos classificados como "Multimercado" devem ter classes de cotas que possuam políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais categorias previstas no art. 1º.

§1º. A aquisição de cotas de fundos classificados como “Renda Fixa – Dívida Externa” e de cotas de fundos de investimento sediados no exterior pelos fundos de que trata este artigo não está sujeita à incidência dos limites de concentração por emissor previstos no art. 44 deste Anexo I.

§2º. O investimento em ativos financeiros listados no art. 57, § 1º, inciso I, deste Anexo I pelas classes categorizadas como “Multimercado” não está sujeito a limites de concentração por emissor, desde que expressamente previsto em seu regulamento e o termo de adesão contenha, com destaque, alerta de que a carteira pode estar exposta a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

§3º. As classes de investimento em cotas destinadas a investidores qualificados não possuem limites para aplicação em cotas de outros fundos que sejam destinadas ao mesmo público-alvo.

§4º. Os fundos multimercado destinados a investidores profissionais, qualificados ou ao público em geral ficam autorizados a realizar investimentos no exterior de até 100% (cem por cento) de seu patrimônio líquido, sem a obrigação de observar as restrições impostas no Artigo 43, desde que:

(i) estipule em seu regulamento que o fundo poderá realizar investimentos de até 100% (cem por cento) do seu patrimônio líquido em ativos no exterior;

(ii) caso deseje concentrar a carteira e um ou poucos emissores, estipule em seu regulamento que o fundo poderá investir até 100% (cem por cento) do seu patrimônio líquido em um mesmo emissor;

(iii) o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:

(a) a região geográfica em que foram emitidos;

(b) se a sua gestão é ativa ou passiva;

(c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;

(d) o risco a que estão expostos; e

(e) qualquer outra informação que julgue relevante.

(iv) O prospecto ou a lâmina, conforme o caso, informem com clareza, destaque, caixa alta e em negrito as informações constantes dos itens “i” a “iii” acima; e

(v) O intermediário exija que o investidor assine um termo de ciência de risco em relação aos riscos de concentração decorrentes de fundos que podem concentrar investimentos no exterior em um ou mais emissores.”

161. Considerando o momento vivido pelo mercado de capitais brasileiro, onde os juros estão no mais baixo patamar da história, aliado ao interesse que vem sendo demonstrado por parte relevante do mercado em manter parte de sua carteira de investimentos em moeda estrangeira, parece-nos que seja conveniente e oportuno que a regulamentação da CVM procure flexibilizar as regras para que o mercado em geral, notadamente para que os investidores que façam parte do público em geral, possam acessar ativos no exterior por meio de uma estrutura que tenda a reduzir os custos de transação.

XI. CONCLUSÃO

162. As singelas sugestões e comentários apresentados acima visam contribuir com o progresso pelo qual a legislação e regulamentação brasileira de mercado de capitais vêm passando recentemente. Nesse contexto, a promulgação da Lei da Liberdade Econômica trouxe diversas melhorias que, se adequadamente exploradas pela regulamentação, poderão incentivar ainda mais o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

163. A metodologia de sistematização da regulamentação dos fundos de investimento, proposta pela Minuta e por seus Anexos Normativos, vem em boa hora. A racionalização e a simplificação da regulamentação do setor faz com que mais e mais pessoas possam compreender a sistemática dos fundos, e possam navegar sozinhas nas regras do mercado, sem necessariamente dependerem o tempo todo de advogados e especialistas.

164. De outra parte, como vimos acima, a Minuta deixou evidente um consistente desconforto com algumas das inovações trazidas pela Lei da Liberdade Econômica. Esse desconforto fica evidenciado pelas diversas situações descritas acima, onde a CVM procurou se distanciar dos comandos legais, levantando dúvidas sobre a legalidade de determinados aspectos da Minuta.

165. Reconhecemos e admiramos o elogiável esforço da CVM em elaborar uma norma detalhada, sistemática, de fácil compreensão e navegação, com amplo foco na proteção do investidor. Isso não obsta, contudo, os limites aos quais o regulador está adstrito, quais sejam os poderes que lhe foram delegados pela legislação em vigor, assim como as limitações regulatórias impostas pela mesma lei.

166. Nesse sentido, sugerimos que a CVM reflita e pondere sobre as sugestões e contribuições apresentadas acima, tendo em vista que a transformação da Minuta em norma, da forma como está, certamente levantará inúmeros questionamentos no Poder Judiciário por conta do seu distanciamento e contrariedade a conceitos fundamentais trazidos pela Lei da Liberdade Econômica em relação à indústria de fundos de investimento.

167. A revisão dos tópicos acima pode ser realizada de forma a harmonizar os objetivos de proteção aos investidores com os novos ditames legais mediante a ampliação e detalhamento do regime informacional em cada caso, bem como da ampliação das hipóteses de responsabilização dos prestadores de serviços do fundo, ainda que sem o estabelecimento de qualquer tipo de solidariedade.

* * *

Sem mais para o momento, gostaríamos de agradecer a oportunidade de contribuir com a elaboração da referida Resolução, e permanecemos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos ou contribuições adicionais.

Rio de Janeiro, 11 de março de 2021.

MARCOS GLEICH
OAB/RJ 135.278
OAB/SP 402.263

KELLY PEDRO
OAB/RJ 198.256

GABRIEL MACHADO BRAGA
OAB/RJ 215.193