

São Paulo, 9 de abril de 2021

À

Comissão de Valores Mobiliários

At.: Marcelo Barbosa
Presidente da Comissão de Valores Mobiliários

Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários

*Assunto: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20 – Comentários e Sugestões
(via audpublicaSDM0820@cvm.gov.br)*

Prezados Senhores,

O **Banco Interamericano de Desenvolvimento** (“BID”) e a **Corporação Interamericana de Investimentos** (“BID Invest” e, quando em conjunto com o BID, doravante denominados “Grupo BID”), em conjunto com seus assessores legais, **Madrona Advogados**, em atenção ao “*Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20*” (“Edital” e “Audiência Pública”, respectivamente), vêm, respeitosamente, apresentar a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) comentários e sugestões relacionados à minuta do projeto normativo que propõe reformulação completa das regras aplicáveis aos fundos de investimento (“Minuta”).

De antemão, parabenizamos a D. CVM pelo projeto normativo apresentado que:

- a) Visa repercutir e sistematizar as inovações introduzidas no ordenamento jurídico nacional pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“Lei de Liberdade Econômica”), bem como;
- b) Propõe outras alterações que foram consideradas, pelo regulador, oportunas para o espectro atual da indústria de fundos brasileira, tendo em vista o contexto viabilizado com a edição do Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019 (“Decreto 10.139”).¹

Nesse âmbito, ressaltamos que a presente análise tem como foco, a partir da ótica do investidor, aproximar a regulamentação brasileira de fundos de investimentos aos padrões que têm sido

¹ BRASIL. Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019. Determina a revisão e consolidação dos atos normativos editados por órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional. Cf.: “Art. 1º Este Decreto dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto editados por órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional. § 1º O disposto neste Decreto aplica-se a: (...) II - resoluções; III - instruções normativas; (...) X - qualquer outro ato inferior a decreto com conteúdo normativo.”

adotados em mercados consolidados no exterior, notadamente reconhecidos por serem atraentes aos investidores internacionais.

Assim, entendemos que as alterações promovidas pela Lei de Liberdade Econômica, dentre outros propósitos, visam a tornar o segmento nacional de fundos de investimento mais competitivo internacionalmente, fomentando o desenvolvendo de um ecossistema regulatório mais uniforme, estável e seguro, propício a encorajar investidores estrangeiros a aportarem seus recursos no país.

Por conseguinte, a fim de que a oportunidade de alteração regulatória oferecida pela aprovação da Lei de Liberdade Econômica seja explorada, para estimular o segmento de fundos de investimento brasileiro, inclusive pela sua maior atratividade a investidores internacionais, apresentamos ao regulador as considerações do Grupo BID, visando a auxiliá-lo no âmbito da elaboração das normas que iniciarão o processo de consolidação das regras objeto do Edital.

Índice

1. Contexto.....	4
2. Comentários e Sugestões	6
2.1. Limitação da Responsabilidade do Investidor.....	6
2.1.1. Aplicação como Regra Geral.....	9
2.1.2. Classe de Cotas	10
2.2. Insolvência	15

1. Contexto

Com o objetivo de constituir um arcabouço jurídico mais transparente e seguro para encorajar investidores, inclusive estrangeiros, a aportarem seus recursos em fundos de investimento constituídos no Brasil, a Lei de Liberdade Econômica alterou a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e alterações posteriores (“Código Civil”), acrescentando na referida lei um capítulo dedicado aos fundos de investimento.²

Salvo pelos fundos de investimento imobiliários³, até a aprovação da Lei de Liberdade Econômica, a legislação ordinária não dispunha sobre diversas questões relacionadas à constituição e funcionamento dos fundos.⁴

Uma vez que o arcabouço jurídico aplicável aos fundos de investimento não era unificado, aplicava-se tanto o Código Civil como outras fontes legislativas para responder questões relacionadas ao regime jurídico dos fundos de investimentos, resultando em insegurança jurídica, que implicava diretamente no aumento de custos e litígios para cotistas, administradores, gestores, custodiantes e demais prestadores de serviços da indústria de fundos, ou mesmo impedia estes *players* de atuar no mercado brasileiro.

Por exemplo, em relatório e voto de 03 de setembro de 2019, o Ministro Luis Felipe Salomão, do Supremo Tribunal de Justiça⁵, definiu os fundos de investimento em direitos creditórios como “instituição financeira”⁶, elevando as preocupações dos participantes do mercado com relação a potenciais impactos regulatórios e tributários que decisões nesse sentido possam ocasionar.

Sobre a importância da elaboração de norma legal fixando regramento aplicável à figura do fundo de investimento, mencionamos Ricardo de Santos Freitas⁷:

No ordenamento jurídico brasileiro, como acabamos de apontar, não há o reconhecimento legal da figura das instituições de investimento coletivo como uma categoria própria. Na prática tais instituições parecem restringir-se aos fundos e clubes de investimento, pois, como veremos adiante, não temos entre nós o instituto do trust e a utilização

² A Lei de Liberdade Econômica incluiu o “Capítulo X – Do Fundo de Investimento”, no “Título III – Da Propriedade”, do “Livro III – Do Direito das Coisas”, da “Parte Especial” do Código Civil.

³ Os fundos de investimento imobiliário são regulados pela Lei nº 8.668, de 25 de julho de 1993 (“Lei 8.668”).

⁴ Até a entrada em vigor da Lei de Liberdade Econômica, podemos mencionar as seguintes leis ordinárias que tratavam sobre fundos de investimento: Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, conforme alterações posteriores, a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterações posteriores, a Lei 8.668, a Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, conforme alterações posteriores, e a Lei 13.043, de 13 de novembro de 2014, conforme alterações posteriores.

⁵ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp 1726161 (2018/0041251). Recorrente: Multi Recebíveis II Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Recorrido: Débora Andrade Lapique. Relator Ministro Luis Felipe Salomão. Relatório e Voto.

⁶ O voto do relator, Ministro Luis Felipe Salomão, definiu que se houvesse inadimplência em um crédito, o fundo de investimento em direitos creditórios poderia cobrar esses recursos daquele que fez a cessão desse crédito para o fundo, se tal matéria estiver prevista em contrato. Essa já era a prática adotada pelo segmento. Embora a decisão tenha sido, no âmbito geral, positiva, a construção da argumentação no relatório e voto do Ministro Luis Felipe Salomão mescla conceitos adotados nos mercados financeiros e de capitais, e define os fundos de investimento em direito creditórios como sendo instituições financeiras.

⁷ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. Editora Quartier Latin, 2006, páginas 55 - 56.

da sociedade de investimentos como forma de aplicação coletiva foi vedada pelo Banco Central do Brasil.

Independentemente dessa constatação, parece-nos recomendável a elaboração de norma legal que fixe um conjunto mínimo de regras aplicáveis à figura dos fundos de investimento. Ainda que não se formule o conceito de instituições de investimento coletivo, como fazem os países europeus, ao menos um regramento mínimo geral do fundo se faz necessária.

Corroborando o entendimento acima, Otávio Yazbek⁸ aponta três razões que justificaram a necessidade de criação de uma base legal sólida sobre os fundos de investimento:

- a) A limitação decorrente do modelo legal vago e impreciso até então vigente no direito brasileiro;
- b) Com o passar do tempo, o segmento dos fundos de investimento se desenvolveu, contribuindo para a formação de estruturas mais complexas de mercado e atuação de multiplicidade de prestadores de serviços, de modo que hoje é extremamente importante definir o tipo de responsabilidade de cada um desses agentes; e
- c) O aumento significativo da litigiosidade envolvendo o segmento de fundos de investimento exigiu um aperfeiçoamento da base normativa para esclarecimento de alguns pontos.

Diante deste contexto, em 1º de dezembro de 2020, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM submeteu a Minuta à Audiência Pública, estruturando-a da seguinte forma:

- a) Resolução que dispõe sobre regra geral aplicável aos fundos de investimento, ("Resolução");
- b) Anexo normativo referente aos fundos de investimento financeiros ("Anexo Normativo I"), e
- c) Anexo normativo referente aos fundos de investimento em direitos creditórios ("Anexo Normativo II").

O material ora submetido a esta D. Autarquia pretende fornecer apoio técnico e sugestões ao regulador em relação a dois temas específicos, oriundos da promulgação da Lei de Liberdade Econômica:

⁸ YAZBEK, Otávio. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. A Lei n. 13.874/2019 e os Fundos de Investimento. Coordenadores: Luis Felipe Salomão, Ricardo Villas Cueva; Ana Frazão. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 2020, páginas 551 – 570.

- a) A regulamentação da limitação de responsabilidade do investidor ao valor de suas cotas;
- b) A regulamentação do regime de insolvência dos fundos de investimento com limitação de responsabilidade dos cotistas ao valor das respectivas cotas.

2. Comentários e Sugestões

A presente seção concentra os comentários e sugestões do Grupo BID à Minuta.

Para fins de organização, para cada ponto de recomendação, foram indicadas:

- a) A sugestão de alteração proposta (com indicação de alteração ou inclusão de redação, destacada em vermelho, quando aplicável);
- b) A justificativa para cada sugestão, incluindo, quando aplicável, as referências às jurisdições nacionais e internacionais utilizadas como referência.

2.1. Limitação da Responsabilidade do Investidor

Um dos avanços mais relevantes promovidos pela Lei de Liberdade Econômica foi a autorizar a previsão de limitação de responsabilidade do cotista ao valor de suas cotas.

A noção de responsabilidade civil advém de consenso social de que todos devem responder pelas consequências de seus atos⁹.

Até a aprovação da Lei de Liberdade Econômica, a regra geral para fundos de investimento (a Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada)¹⁰, era que os cotistas respondem por eventual “patrimônio líquido negativo do fundo”¹¹, sendo a sua responsabilidade, portanto, ilimitada.

Nesse contexto, desconsideradas as demais características que diferenciam sociedades e fundos de investimentos, tal aspecto mostrava-se uma desvantagem dos fundos de investimentos em relação às sociedades empresárias limitadas e por ações, posto que estas últimas¹² têm como

⁹ DOTTA, Eduardo Montenegro. *Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento*. Editora Almedina, 2018, página 33.

¹⁰ Sem prejuízo do disposto acima, a Lei 8.668, já prevê a limitação da responsabilidade dos cotistas de fundo de investimento imobiliário, no inciso II do seu artigo 13: Cf.: “Art. 13. O titular das quotas do Fundo de Investimento Imobiliário: (...) II - não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das quotas subscritas”.

¹¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Cf.: “Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução”.

¹² BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Cf.: “Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

regra geral a limitação da responsabilidade dos sócios/acionistas à respectiva quantidade de quotas/ações subscritas por cada um, observada a possibilidade de desconsideração da personalidade jurídica previstas nas hipóteses do artigo 50 do Código Civil, matéria que também foi objeto de revisão pela Lei de Liberdade Econômica.

Especialmente no âmbito empresarial, a técnica de separação patrimonial é vista como estímulo ao investimento produtivo. Ademais, a limitação da responsabilidade dos sócios está longe de ser um privilégio injustificado concedido apenas às sociedades empresárias. Por meio da responsabilidade limitada assegura-se a socialização parcial do risco do veículo de investimento, a medida que, diante da insuficiência patrimonial, serão os credores, e não mais os investidores, que suportarão o prejuízo. Parte-se da premissa de que, sendo do interesse coletivo o fomento do investimento produtivo, é justo e razoável que a comunidade, como um todo, possa arcar com parte do risco empresarial, garantindo aspectos que são fundamentais para a atividade empresarial, tais como segurança jurídica e previsibilidade de riscos, por exemplo.¹³

Corroborando para o entendimento acertado da Lei de Liberdade Econômica em relação à introdução da limitação de responsabilidade dos cotistas, em outras jurisdições, como nos EUA ou das Ilhas Cayman, é comum que, conforme os efeitos que se deseja buscar, inclusive do ponto de vista de extensão das obrigações dos cotistas, opte-se por diferentes formas de organização dos veículos de investimento coletivo¹⁴. Nos países em que há mais flexibilidade para a escolha de formas para os mecanismos de investimento coletivo, tais opções, na verdade, não são feitas, exclusivamente, com base no regime de responsabilidade dos cotistas, embora esse ponto seja, evidentemente, levado em consideração¹⁵.

Os fundos de investimentos nos EUA, por exemplo, são regulados em âmbito federal pelo *Investment Company Act* de 1940. Os fundos mútuos são tipicamente organizados de acordo com as leis dos Estados, como *corporation* ou *business trusts*. As três formas mais populares de organização são Massachusetts *business trust*, Maryland *corporation* e Delaware *statutory trust*¹⁶.

Historicamente, Massachusetts *business trusts* eram as mais populares formas de organização, em parte porque o primeiro fundo mútuo foi organizado como uma Massachusetts *business trust*. No entanto, fundos desenvolvidos no fim dos anos de 1980 ofereceram aos administradores alternativas atraentes e, desde então, a porcentagem de fundos organizados como Massachusetts *business trust* diminuiu e mais e mais fundos têm sido constituídos como Maryland *corporations* e Delaware *statutory trusts*. Benefícios como a limitação da

¹³ FRAZÃO, Ana. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. Liberdade econômica e seus impactos sob a Desconsideração de Personalidade Jurídica. Coordenadores: Luis Felipe Salomão, Ricardo Villas Cueva; Ana Frazão. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 2020, página 469.

¹⁴ YAZBEK, Otávio. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. A Lei n. 13.874/2019 e os Fundos de Investimento. Coordenadores: Luis Felipe Salomão, Ricardo Villas Cueva; Ana Frazão. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 2020, páginas 564.

¹⁵ BENJAMIN, Joanna. *Financial law*. New York: Oxford University Press, 2007, página 193.

¹⁶ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. *60th Investment Company Fact Book*. 2020, página 269.

responsabilidade permitida aos beneficiários das *trusts* de Delaware levaram as *statutory trusts* a se tornarem as mais atraentes formas de organização de fundos mútuos nos EUA¹⁷.

Na jurisdição das Ilhas Cayman¹⁸ há principalmente dois tipos de veículos de investimento: (i) os fundos regulados e (ii) os não regulados¹⁹.

Nesse âmbito, há: (i) os fundos mútuos, os quais necessariamente são fundos abertos, regulados pela *Mutual Funds Law 2020 (Revision)* e supervisionados pela *Cayman Island Monetary Authority* (“CIMA”); e (ii) fundos privados, os quais são necessariamente fundos fechados, regulados pela *Private Funds Law 2020* e também supervisionados pela CIMA. Tanto os fundos mútuos²⁰ quanto os fundos privados²¹ podem ser constituídos como: (i) *company*; (ii) *unit trust*; ou (iii) *partnership*.

Podemos ilustrar a importância da limitação da responsabilidade do investidor mencionado a existência dos fundos que utilizam a estrutura de *company*, os quais podem ser constituídos com dois modos de limitação de responsabilidade²², conforme previsto no regulamento: (i) limitação ao montante de cotas tituladas pelo investidor (*company limited by shares*), mais comum ou (ii) limitação ao montante que o investidor tenha se comprometido a contribuir com relação aos ativos da *company* no caso de liquidação desta (*company limited by guarantee*).

Na hipótese da limitação de responsabilidade por garantia, a responsabilidade é limitada por determinada quantia que os investidores se comprometem a contribuir com o patrimônio da *company*, no caso desta vir a ser liquidada. O regulamento deve conter uma declaração dos membros se comprometendo a contribuir com ativo da *company* caso esta venha a ser liquidada durante o período em que o investidor é membro, para fins de pagamento.²³

¹⁷ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. *60th Investment Company Fact Book*. 2020, página 269.

¹⁸ No tocante à escolha da jurisdição das Ilhas Cayman como referência para elaboração do presente estudo, cumpre-nos ressaltar que: (i) as Ilhas Cayman são reconhecidas como uma jurisdição atraente para investidores estrangeiros devido a fatores como o arcabouço jurídico de base anglo-saxã, sistema judiciário consolidado, as opções flexíveis para se estruturar os veículos de investimento e um setor financeiro experiente; e (ii) o escopo deste estudo limitou-se à regulamentação aplicável aos fundos de investimento aqui mencionada, não contemplando a análise de eventuais aspectos fiscais que incidem sobre os fundos de investimento constituídos na referida jurisdição.

¹⁹ CAYMAN ISLAND MONETARY AUTHORITY. *Definition of Mutual Funds*. Disponível em: <https://www.cima.ky/investment-funds>. Acesso em 04 de setembro de 2020.

²⁰ ILHAS CAYMAN. *Mutual Funds Law 2020 (Revision)*. Cf.: “*mutual fund*” means a company, unit trust or partnership that issues equity interests, the purpose or effect of which is the pooling of investor funds with the aim of spreading investment risks and enabling investors in the mutual fund to receive profits or gains from the acquisition, holding, management or disposal of investments but does not include a person licensed under the Banks and Trust Companies Law (2020 Revision) or the Insurance Law, 2010 [Law 32 of 2010], or a person registered under the Building Societies Law (2020 Revision) or the Friendly Societies Law (1998 Revision)”.

²¹ ILHAS CAYMAN. *Private Funds Law 2020*: Cf.: ““*private fund*” means a company, unit trust or partnership whose principal business is the offering and issuing of its investment interests, the purpose or effect of which is the pooling of investor funds with the aim of spreading investment risks and enabling investors to receive profits or gains from such entity’s acquisition, holding, management or disposal of investments, where — (a) the holders of investment interests do not have day-to-day control over the acquisition, holding, management or disposal of the investments; and (b) the investments are managed as a whole by or on behalf of the operator of the private fund, directly or indirectly, for reward based on the assets, profits or gains of the company, unit trust or partnership, but does not include — (i) a person licensed under the Banks and Trust Companies Law (2020 Revision) or the Insurance Law 2010; (ii) a person registered under the Building Societies Law (2020 Revision) or the Friendly Societies Law (1998 Revision); or (iii) any non-fund arrangements; “*professional adviser*” means an attorney-“

²² ILHAS CAYMAN. *Companies Law (2020 Revision)*. Cf.: “6. The liability of the members of a company formed under this Law may, according to the memorandum of association, be limited either to the amount, if any, unpaid on the shares respectively held by them, or to such amount as the members may respectively undertake by the memorandum of association to contribute to the assets of the company in the event of its being wound up”.

²³ ILHAS CAYMAN. *Companies Law (2020 Revision)*. Cf.: “9. (1) Subject to subsection (2), where a company is formed on the principle of having the liability of its members limited to such amount as the members respectively undertake to contribute to the assets of

Portanto, conforme exemplificado, a limitação de responsabilidade é aspecto extremamente importante para o desenvolvimento da indústria de fundos de investimentos no Brasil, ao passo que a partir de agora, em relação à questão da responsabilidade dos cotistas, o Brasil passa a disputar em igualdade de condições com outros países e localidades mais desenvolvidos o recebimento de recursos de investidores estrangeiros, uma vez que estes já estão familiarizados com este tipo de estrutura e conseguem analisar o risco do seu investimento de uma forma muito mais precisa e homogênea.

2.1.1. Aplicação como Regra Geral

Conforme previsto no Anexo Normativo I e no Anexo Normativo II, para os fundos de investimento financeiros e fundos de investimento em direitos creditórios em funcionamento na data da entrada em vigor da Resolução, deverá ser convocada assembleia geral de cotistas para, entre outros temas, decidir sobre o regime de responsabilidade do cotista a ser adotado.

Caso a referida assembleia não se instale por insuficiência de quórum, o administrador poderá alterar o regulamento exclusivamente para adaptá-lo à Resolução, porém, o regime de limitação de responsabilidade não poderá ser alterado, prevalecendo, neste caso, a responsabilidade ilimitada.

Sugestão: Tendo em vista o grande número de fundos em funcionamento e a dificuldade para obtenção de quórum necessário para alteração do regulamento em fundos com passivo pulverizado e, considerando a expectativa de que a grande maioria dos novos fundos adotará a limitação de responsabilidade, a subsistência de fundos com dois formatos diferentes de apuração de responsabilidade pode trazer incertezas ao mercado.

Assim, sugerimos que, para os fundos em funcionamento na data de entrada em vigor da nova regra, o administrador deva aplicar automaticamente a limitação da responsabilidade, por ser condição mais benéfica ao investidor, ressalvada a possibilidade de disposição em contrário mediante aprovação em assembleia geral de cotistas, a qualquer tempo.

Do contrário, a adoção do modelo de responsabilidade limitada pode ficar, em grande parte, adstrito aos novos fundos, retardando a mudança para o novo modelo permitido pela Lei de Liberdade Econômica.

the company in the event of the same being wound up, (in this Law referred to as a company limited by guarantee), the memorandum of association shall also contain a declaration that each member undertakes to contribute to the assets of the company, in the event of the same being wound up during the time that that person is a member, or within one year afterwards, for payment of the debts and liabilities of the company contracted before the time at which that person ceases to be a member, and of the costs, charges and expenses of the winding up of the company, and for the adjustment of the rights of the contributories amongst themselves, such amount as may be required, not exceeding a specific amount to be therein named".

Minuta	Sugestão
<p>Anexo Normativo I:</p> <p>§ 3º Caso o regulamento não seja alterado de modo a limitar a responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à denominação da classe de cotas deve ser acrescentado o sufixo “Responsabilidade Ilimitada”.”</p>	<p>Alteração do parágrafo 3º do artigo 81 do Anexo Normativo I:</p> <p>§ 3º <i>Caso a assembleia não se instale, nos termos do §2º deste artigo, o regulamento deverá ser alterado Caso o regulamento não seja alterado de modo a limitar a responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à denominação da classe de cotas deve ser acrescentado o sufixo “Responsabilidade Ilimitada”.”</i></p>
<p>Anexo Normativo II:</p> <p>§ 3º: Caso o regulamento não seja alterado de modo a limitar a responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à denominação da classe de cotas, deve ser acrescentado o sufixo “Responsabilidade Ilimitada”.”</p>	<p>Alteração do parágrafo 3º do artigo 61 do Anexo Normativo II:</p> <p>§ 3º: <i>Caso a assembleia não se instale, nos termos do §2º deste artigo, o regulamento deverá ser alterado, Caso o regulamento não seja alterado de modo a limitar a responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à denominação da classe de cotas, deve ser acrescentado o sufixo “Responsabilidade Ilimitada”.”</i></p>

2.1.2. Classe de Cotas

O Edital indica que não vão coexistir classes de cotas com regimes de responsabilidade limitado e ilimitado no mesmo fundo de investimento.

Não obstante, não consta, no texto normativo apresentado, dispositivo tratando expressamente sobre a referida vedação, a qual é presumível a partir da interpretação do §2º, do artigo 44 da Resolução.

Sugestão: De modo a evitar qualquer controvérsia sobre o tema, garantindo maior clareza à norma, sugerimos a inclusão de dispositivo que indique expressamente a impossibilidade de coexistirem classes de cotas com regimes de responsabilidades distintos no mesmo fundo.

Minuta	Alteração
-	<p>Inclusão de parágrafo no artigo 4º da Resolução: <i>“Art. 4º. § “Xº”. Não devem coexistir, no mesmo fundo de investimento, diferentes classes de cotas com regimes de</i></p>

responsabilidade distintos”.

2.1.3. Identificação do Regime de Responsabilidade ao Cotista

O texto do Anexo Normativo I,²⁴ aplicável apenas para fundos de investimentos financeiros, estabelece que caso a responsabilidade do cotista não esteja limitada ao valor por ele subscrito, a responsabilidade ilimitada deve ser, necessariamente um dos fatores de risco identificados no termo de adesão e ciência e risco, previsto no artigo 28, § 1º, inciso III, da Resolução.

Sugestão: A fim de assegurar transparência de informação e, tendo em vista que, nem todos os investidores são capazes de inferir as implicações inerentes aos diferentes modelos, com ou sem limitação de responsabilidade, sugerimos que a inclusão no regulamento e no termo de ciência e assunção de responsabilidade ilimitada do fator de risco esteja prevista na própria Resolução.

Minuta	Sugestão
<p>Resolução:</p> <p><i>“Art. 28. Por meio de um termo de adesão e ciência de risco, ao ingressar no fundo todo cotista deve atestar que:</i></p> <p><i>I – teve acesso ao inteiro teor do regulamento; e</i></p> <p><i>II – tem ciência:</i></p> <p><i>a) dos fatores de risco relativos à classe de cotas;</i></p> <p><i>b) de que não há qualquer garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pela classe de cotas;</i></p> <p><i>c) de que a concessão de registro para a distribuição de cotas não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento do fundo à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seu administrador, gestor e demais prestadores de serviços; e</i></p> <p><i>d) quando aplicável, de que as estratégias de investimento podem resultar em perdas</i></p>	<p>Alteração do artigo 28 da Resolução:</p> <p><i>Art. 28. Por meio de um termo de adesão e ciência de risco, ao ingressar no fundo todo cotista deve atestar que:</i></p> <p><i>I – teve acesso ao inteiro teor do regulamento; e</i></p> <p><i>II – tem ciência:</i></p> <p><i>a) dos fatores de risco relativos à classe de cotas;</i></p> <p><i>b) do regime de responsabilidade aplicável ao investidor;</i></p> <p><i>b) c) de que não há qualquer garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam ser incorridas pela classe de cotas;</i></p> <p><i>c) d) de que a concessão de registro para a distribuição de cotas não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento do fundo à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seu administrador, gestor e demais prestadores de serviços; e</i></p>

²⁴ Anexo Normativo I. Cf. “Art. 14. Caso a responsabilidade dos cotistas não esteja limitada ao valor por eles subscrito e a política de investimentos admita a possibilidade de exposição a risco de capital, a responsabilidade ilimitada deve necessariamente ser um dos fatores de risco identificados no termo de adesão e ciência de risco, nos termos do art. 28, § 1º, inciso III, da Resolução.”

<p>superiores ao capital aplicado e, caso a responsabilidade do cotista não esteja limitada ao valor por eles subscrito, a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o patrimônio negativo do fundo.”</p>	<p>e e) quando aplicável, de que as estratégias de investimento podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e, caso a responsabilidade do cotista não esteja limitada ao valor por eles subscrito, a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o patrimônio negativo do fundo.</p>
<p>-</p>	<p>Inclusão de novo parágrafo no artigo 28 da Resolução:</p> <p>“Art. 28. §Xº. Caso a responsabilidade dos cotistas não esteja limitada ao valor por eles subscrito e a política de investimentos admita a possibilidade de exposição a risco de capital, a responsabilidade ilimitada deve necessariamente ser um dos fatores de risco identificados no termo de adesão e ciência de risco, nos termos do art. 28, § 1º, inciso III, da Resolução”.</p>
<p>-</p>	<p>Inclusão de novo parágrafo no artigo 44 da Resolução:</p> <p>“Art. 44. §Xº. Caso a responsabilidade dos cotistas não esteja limitada ao valor por eles subscrito e a política de investimentos admita a possibilidade de exposição a risco de capital, a responsabilidade ilimitada deve necessariamente ser um dos fatores de risco identificados no regulamento, nos termos do art. 44, § 1º, inciso IX, da Resolução.”</p>

2.1.4. Afastamento da Limitação da Responsabilidade do Investidor

Conforme previsto na Resolução, o regulamento de fundo exclusivo não pode limitar a responsabilidade do cotista ao valor de suas cotas.²⁵

Não obstante, tendo em vista a implementação da regra de limitação patrimonial de responsabilidade do investidor, entendemos que outras hipóteses de afastamento da limitação da responsabilidade do investidor também devem ser consideradas.

²⁵ Resolução: Cf.: “Art. 98. Parágrafo Único. O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo”.

A limitação absoluta da responsabilidade dos cotistas pode criar iniquidades, lesivas para credores de boa-fé.

Especificamente para sociedades, admite-se, nas hipóteses em que restar comprovado o desvio de finalidade ou confusão patrimonial daquela com seus sócios, o “levantamento” do véu da pessoa jurídica, para a extensão do efeito de certas obrigações ao(s) sócio(s) de pessoa jurídica²⁶. Embora a natureza societária e a personalidade jurídica não sejam aplicáveis aos fundos de investimentos²⁷, entendemos ser lícito ao regulador, nos termos autorizados pela Lei de Liberdade Econômica, excepcionar a limitação de responsabilidade quando se verificarem eventos semelhantes aos que autorizam a desconsideração da personalidade jurídica das sociedades.

O artigo 50²⁸ do Código Civil, que trata da desconsideração da personalidade jurídica de sociedades, também foi objeto de alteração pela Lei da Liberdade Econômica, buscando dar um tratamento mais adequado ao tema, evitando o indevido alargamento da teoria²⁹ e garantindo maior segurança jurídica ao ambiente de negócios, o que se mostra bastante importante também para a indústria de fundos de investimentos.³⁰

No sentido de acompanhar a jurisprudência consolidada do Superior Tribunal de Justiça, a Lei de Liberdade Econômica passou a autorizar a desconsideração da personalidade jurídica nos casos em que se figura o abuso da personalidade jurídica, seja por desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, para que os efeitos de determinadas relações sejam estendidos aos bens particulares de administradores e de sócios da pessoa jurídica favorecida direta ou indiretamente pelo abuso.³¹

Ademais, a Lei de Liberdade Econômica estabeleceu definições objetivas de desvio de finalidade e confusão patrimonial.

Nesse sentido, o desvio de finalidade consiste³² na utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza, ressaltando-se que não

²⁶ NETO, Carlos Martis. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. Dissertação. Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Centro de Ciências Sociais, Faculdade de Direito, Rio de Janeiro, 2015, página 104.

²⁷ YAZBEK, Otávio. Op. cit., páginas 562.

²⁸ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Cf.: “Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso”.

²⁹ Nos termos do parágrafo 4º, do artigo 50, da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, a mera existência de grupo econômico sem a presença dos requisitos do desvio de finalidade e da confusão patrimonial não autoriza a desconsideração da personalidade jurídica.

³⁰ FRAZÃO, Ana. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. Liberdade econômica e seus impactos sob a Desconsideração de Personalidade Jurídica. Coordenadores: Luis Felipe Salomão, Ricardo Villas Cueva; Ana Frazão. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 2020, página 467.

³¹ GOERGEN, Jerônimo. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. 3. Liberdade para Empreender. Coordenadores: Luis Felipe Salomão, Ricardo Villas Cueva; Ana Frazão. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 2020, página 62.

³² BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Cf.: “§ 1º Para os fins do disposto neste artigo, desvio de finalidade é a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza”.

caracterizam desvio de finalidade³³ a mera expansão ou alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica.³⁴

Já a confusão patrimonial é definida³⁵ como a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada, por meio de um rol exemplificativo que inclui o cumprimento repetitivo, pela sociedade, de obrigações do sócio ou do administrador, pela transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto o de valor proporcionalmente insignificante, e outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial.³⁶

Ressaltamos, novamente, que embora o instituto da desconsideração da personalidade jurídica não seja aplicável aos fundos de investimento, visto que lhes foi atribuída natureza jurídica de condomínio especial e, portanto, estes não são dotados de personalidade jurídica, os critérios objetivos definidos pela Lei de Liberdade Econômica podem auxiliar o regulador a estabelecer parâmetros de incidência de afastamento de limitação de responsabilidade quando analisadas as hipóteses de abuso da finalidade jurídica, desvio de finalidade ou confusão patrimonial no contexto de um fundo de investimento.

Sugestão: Sugerimos à CVM que a aplicação dos casos já previstos em legislação para a desconsideração da personalidade jurídica, estenda-se aos fundos de investimento.

Na aplicação para o segmento de fundos de investimento, portanto, a verificação de que um cotista fez uso irregular do veículo de investimento, seja por meio de efetivo abuso de finalidade jurídica, desvio de finalidade ou confusão patrimonial, deve então levar ao afastamento da limitação da responsabilidade, sempre pela via judicial.

Minuta	Sugestão
	<p>Inclusão de artigo no “<i>Capítulo XIII – Patrimônio Líquido Negativo com Limitação de Responsabilidade</i>” da Resolução:</p> <p><i>“Artigo X. Caso reste evidenciada a intenção do cotista de promover desvio de finalidade ou confusão patrimonial por meio do veículo de investimento, poderá a CVM ou parte interessada, quando lhe couber intervir no processo de insolvência do fundo, solicitar</i></p>

³³ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Cf.: “5ª Não constitui desvio de finalidade a mera expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica”.

³⁴ GOERGEN, Jerônimo. *Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. 3. Liberdade para Empreender. Coordenadores: Luis Felipe Salomão, Ricardo Villas Cueva; Ana Frazão. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, 2020, página 62.

³⁵ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Cf.: “§ 2º Entende-se por confusão patrimonial a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada por: I - cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador ou vice-versa; II - transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e III - outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial”.

³⁶ *Ibid.*, página 62.

	<p><i>que seja afastado o regime de limitação de responsabilidade para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares do cotista beneficiado direta ou indiretamente pelo abuso.”</i></p>
--	--

2.2. Insolvência

A limitação de responsabilidade dos cotistas de fundos de investimentos trouxe como consequência a necessidade de regulamentar qual tratamento jurídico será adotado caso o fundo não tenha recursos suficientes para satisfazer as suas obrigações.

Diante deste cenário, a Lei de Liberdade Econômica previu que, se o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir patrimônio suficiente para responder por suas dívidas, aplicam-se as regras de insolvência previstas nos artigos do 955 a 965 do Código Civil. Determinou, ainda que a insolvência pode ser requerida judicialmente por credores, por deliberação própria dos cotistas do fundo de investimento, respeitando o disposto em seu regulamento, ou por esta CVM.

O procedimento de insolvência civil é utilizado para declarar a situação em que o devedor, em regra pessoa física, pessoa jurídica não empresarial, e agora, também, fundo de investimentos, possui mais dívidas do que bens, sendo caracterizada, portanto, como a insuficiência do patrimônio do devedor para fazer frente às suas dívidas. A insolvência civil pode ser requerida tanto pelo credor como pelo próprio devedor.

O instituto da insolvência se aplica especificamente para pessoas físicas e pessoas jurídicas não empresariais. Acertadamente a Lei de Liberdade Econômica enquadrou os fundos de investimento neste instituto, uma vez que, fundos de investimentos são condomínios especiais e não têm personalidade jurídica.

2.2.1. Caracterização

Para caracterizar a insolvência, a Resolução utiliza a expressão “patrimônio líquido negativo”,³⁷ por se tratar, segundo a CVM, de terminologia eminentemente contábil.

Nesse sentido, o patrimônio líquido da classe de cotas será considerado negativo quando o passivo exigível for superior ao ativo total, calculados de acordo com as regras de precificação

³⁷ Resolução. Cf. “Artigo 18. Parágrafo único. Caso o regulamento não limite a responsabilidade do cotista, os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor, nas suas esferas de atuação, em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Resolução.”

de ativos do fundo constantes da regulamentação e do manual de precificação do administrador.

O primeiro ponto que deverá ser enfrentado se refere à questão da constatação de insuficiência patrimonial do fundo, uma vez que principal pressuposto para que haja a iniciação de um processo de insolvência é a constatação (ou inicialmente, pelo menos, a expectativa) de que o devedor se encontra em situação de insolvência, o que se caracteriza, em estágio preliminar, pela insuficiência de patrimônio para honrar com as suas obrigações.

Neste âmbito, já cabem debates práticos e teóricos acerca do que pode ser considerado insuficiência patrimonial.

Sinteticamente, podemos ter duas abordagens distintas, sendo a primeira caracterizada como a impossibilidade momentânea do devedor cumprir as suas obrigações, independentemente do motivo, ou seja, a insolvência, e a segunda, em um conceito bem mais amplo, que se refere a ausência de meios para o cumprimento das obrigações assumidas pelo devedor, ou seja a insolvabilidade.

Apesar do termo insolvência ser utilizado na Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015, conforme alterada (“Código de Processo Civil”), o conceito adotado no Brasil é de que não basta que esteja caracterizada a insolvência do devedor, mas sim sua insolvabilidade.

A delimitação destes conceitos e o seu perfeito entendimento e utilização serão cruciais para o desenrolar de eventual processo de insolvência de fundos de investimentos.

Diferentemente do que ocorre com pessoas físicas e pessoas jurídicas não empresariais em geral, a dinâmica de um fundo de investimento agrega diversos fatores e riscos que tornam a verificação de sua insolvência mais difícil, uma vez que estes veículos de investimento se envolvem em operações estruturadas de natureza muito mais complexas do que podemos verificar em relação a pessoas físicas e pessoas jurídicas não empresariais em geral.

Entendemos que a regra geral aplicável à insolvência também deve prevalecer em relação aos fundos de investimentos, ou seja, a questão patrimonial deve levar em consideração a solvabilidade do fundo, e não apenas a sua solvência.

Sugestão: Sugerimos que a regulamentação adote o conceito de insolvabilidade, ao invés de patrimônio líquido negativo, uma vez que somente a constatação fundamentada, pelo administrador ou pelo gestor, da situação de insolvabilidade do fundo, deve dar ensejo aos procedimentos já descritos na Resolução.

A ocorrência de patrimônio líquido negativo (entre outros eventos que possam ser inseridos em regulamento) apenas obrigaria o administrador a avaliar a solvabilidade do fundo, podendo concluir fundamentadamente pela não existência de situação de insolvabilidade.

Minuta	Sugestão
<p>Resolução: “CAPÍTULO XIII – PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO COM LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE”</p>	<p>Alteração do título do Capítulo XIII da Resolução:</p> <p>“CAPÍTULO XIII – INSOLVÊNCIA DO FUNDO DE INVESTIMENTO PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO COM LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE”</p>
<p>-</p>	<p>Inclusão da definição de “situação de insolvência” no artigo 2º da Resolução:</p> <p>Situação de Insolvência: ausência de patrimônio suficiente para o pagamento das obrigações do fundo de investimento, a ser verificado pelo Administrador.</p>
<p>Resolução:</p> <p>“Art. 105. Caso o administrador verifique que o patrimônio líquido do fundo de investimento ou de uma classe de cotas está negativo e a responsabilidade dos cotistas esteja limitada ao valor por eles subscrito, deve:</p> <p><i>I – imediatamente, em relação ao fundo ou à classe de cotas diretamente relacionada ao patrimônio líquido negativo:</i></p> <p>a) fechar para resgates e não realizar amortização de cotas; e b) não realizar novas subscrições de cotas;</p> <p><i>II – imediatamente, comunicar a existência do</i></p>	<p>Alteração do artigo 105, incisos I a III da Resolução:</p> <p>“Art. 105. Caso o administrador verifique que o <i>fundo de investimento ou de uma classe de cotas cuja responsabilidade de cotistas esteja limita ao valor das cotas por eles subscritas encontra-se em Situação de Insolvência</i> patrimônio líquido do fundo de investimento ou de uma classe de cotas está negativo e a responsabilidade dos cotistas esteja limitada ao valor por eles subscrito, deve:</p> <p><i>I – imediatamente, em relação ao fundo ou à classe de cotas diretamente relacionada à Situação de Insolvência</i> ao patrimônio líquido negativo:</p> <p>a) fechar para resgates e não realizar amortização de cotas; e b) não realizar novas subscrições de cotas;</p> <p><i>II – imediatamente, comunicar a existência do</i></p>

<p>patrimônio líquido negativo por meio de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 58; e</p> <p>III – em até 20 dias:</p> <p>a) elaborar um plano de resolução do patrimônio líquido negativo, que deve ser encaminhado aos cotistas em conjunto com a convocação da assembleia geral de que trata a alínea “b”, do qual conste, no mínimo:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. análise das causas e circunstâncias que resultaram no patrimônio líquido negativo; 2. balancete; e 3. proposta de resolução para a questão, que, a seu critério, pode contemplar as possibilidades previstas no § 1º; e <p>b) convocar assembleia geral ou especial de cotistas, conforme o caso, para deliberar acerca do plano de resolução do patrimônio líquido negativo de que trata a alínea “a”.</p>	<p><i>Situação de Insolvência</i> patrimônio líquido negativo por meio de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 58; e</p> <p>III – em até 20 dias:</p> <p>a) elaborar um plano de resolução da <i>Situação de Insolvência</i> patrimônio líquido negativo, que deve ser encaminhado aos cotistas em conjunto com a convocação da assembleia geral de que trata a alínea “b”, do qual conste, no mínimo:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. análise das causas e circunstâncias que resultaram na <i>Situação de Insolvência</i> patrimônio líquido negativo; 2. balancete; e 3. proposta de resolução para a questão, que, a seu critério, pode contemplar as possibilidades previstas no § 1º; e <p>b) convocar assembleia geral ou especial de cotistas, conforme o caso, para deliberar acerca do plano de resolução da <i>Situação de Insolvência</i> patrimônio líquido negativo de que trata a alínea “a”.</p>
<p>-</p>	<p>Inclusão do Parágrafo 5º ao Artigo 105 da Resolução, com o seguinte texto:</p> <p><i>“§ 5º. O Administrador deverá avaliar se o Fundo e cada classe de cotas está em Situação de Insolvência na periodicidade indicada no regulamento do fundo e sempre que se verificar o patrimônio líquido do Fundo ou de uma classe de cotas.</i></p>

2.2.2. Proteção de Terceiros

As sociedades possuem um regime próprio de proteção aos interesses dos credores, tais como definição de hipóteses restritas que autorizam a redução do capital e procedimento que garanta conhecimento e oposição de terceiros e possibilidade de distribuição de lucros exclusivamente à conta de lucro ou reserva de lucros.

Nos fundos de investimento não havia, em regra, mecanismos efetivos de proteção a terceiros

credores, o que passa a ser relevante no contexto da possibilidade de limitação de responsabilidade do cotista.

Se por um lado a inovação legislativa é de suma importância, por outro, não há como se furtao ao fato de que o fundo, ao longo de sua existência contrai obrigações com terceiros, e estes não podem, e não devem ser prejudicados ou ter o seu risco aumentado. Não tratamos aqui acerca da adequação da limitação da responsabilidade para diferentes tipos de fundos, mas sim na razoabilidade das previsões acerca da limitação da responsabilidade conforme o tipo de cada fundo³⁸.

Nesse contexto, uma das medidas adotadas pelo legislador ordinário visando proteger terceiros foi, acertadamente, prever a possibilidade de aplicação de insolvência para fundos de investimento.

No âmbito da regulamentação, a Resolução prevê autorização para que o administrador, uma vez verificado o patrimônio líquido negativo em um fundo de investimento com responsabilidade limitada, feche o fundo para resgates e não realize a amortização de cotas, ou novas subscrições.

Não obstante, tendo em vista a inclusão da possibilidade de limitação da responsabilidade de cotistas, sugerimos que sejam considerados outros mecanismos e fatores de proteção de terceiros credores de referidos fundos como, além da vedação para amortizações e resgates, a vedação, pelo fundo, de transações com terceiros.

Estes mecanismos já são aplicados na jurisdição de Luxemburgo, onde foi promulgada a “*Law of 17 de December 2010*” para fins de implementação da “*Directive 2009/65/CE*”³⁹ do *European Parliament* de 13 de julho de 2009, diretiva europeia que introduziu a regulação de produtos de investimento de varejo, denominados UCITS, os *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, produto que pode ser negociado por toda a União Europeia, não estando restrito aos mercados nacionais, em razão da introdução do “*fund passport*”⁴⁰.

³⁸ YAZBEK, Otávio. Op. cit., página 565.

³⁹ De acordo com o artigo 1 (3) *Directive 2009/65/CE* “do *European Parliament* de 13 de julho de 2009: “Os organismos a que se refere o n. o 2 podem, por força da respectiva lei nacional, assumir a forma contratual (fundos comuns de investimento geridos por uma sociedade gestora) ou de trust (unit trust) ou a forma estatutária (sociedade de investimento). Para efeitos da presente diretiva: a) A expressão «fundos comuns de investimento» abrange igualmente os unit trusts; b) As «unidades de participação» dos OICVM abrangem também as respectivas ações”.

⁴⁰ LUXEMBOURG FOR FINANCE. *Activity Report 2019*. Disponível em <https://www.luxembourgforfinance.com/en/publications/publications/>. Acesso em 02 de outubro de 2020, página 6

Atualmente, Luxemburgo⁴¹ ocupa o segundo lugar entre os maiores mercados de fundos de investimento do mundo, sendo superado apenas pelos EUA, e figurando na posição de maior mercado da Europa⁴².

De acordo com o *Luxembourg for Finance*⁴³, após uma fase de dificuldades, enfrentadas até o fim de dezembro de 2018, devido a condições de mercado, a indústria de fundos quebrou novos recordes em 2019, alcançando mais de 4,6 trilhões de euros em novembro de 2019. Ademais, confirmou o crescimento do papel de Luxemburgo como uma indústria global de fundos alternativos, mais especificamente em fundos *private equity*, os quais alcançaram um crescimento de 50% no volume de ativos sob administração em 2019. Nesse âmbito, o país se beneficiou de uma transferência global de jurisdições *offshore* para jurisdições mais reguladas como a de Luxemburgo⁴⁴.

O *article 12* da “*Law of 17 de December 2010*” prevê que o administrador pode temporariamente suspender a amortização das cotas na ocorrência de casos excepcionais, em que as circunstâncias requeiram e que a suspensão seja justificada a fim de preservar o interesse dos investidores⁴⁵.

No mais, a *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (“*CSSF*”) pode requerer, a fim de proteger o interesse dos investidores ou de terceiros, a suspensão da amortização de cotas, especialmente quando as previsões legais, do regulamento e contratos relacionados as atividades e operação do fundo não estiverem sendo observados⁴⁶.

Sugestão: Complementarmente, sugerimos vedar a realização, pelo fundo de transações com terceiros, quando essa transação leve ou possa potencialmente levar o fundo a uma situação de insolvência, por conta da diminuição de seu ativo.

Considerando que a situação de insolvabilidade indica, em tese, uma inabilidade do gestor na gestão da carteira do fundo, e que a realização de transações com terceiros pode potencialmente causar uma piora na situação patrimonial do fundo, sugerimos que tais

⁴¹ No tocante à escolha da jurisdição de Luxemburgo como referência para elaboração do presente estudo, cumpre-nos ressaltar que: (i) conforme “*Asset Management Brochure*”, publicado pela Luxembourg For Finance, em julho de 2019, Luxemburgo tornou-se protagonista na indústria global de administração de ativos nos últimos 30 anos, por ter consolidado um ecossistema único de administração de ativos, o qual integra as instituições, a infraestrutura e a expertise regulatória necessária para a indústria, e (ii) o escopo deste estudo limitou-se à regulamentação aplicável aos fundos de investimento aqui mencionada, não contemplando a análise de eventuais aspectos fiscais que incidem nos fundos de investimento constituídos na referida jurisdição.

⁴² LUXEMBOURG FOR FINANCE. *Activity Report 2019*. Disponível em <https://www.luxembourgforfinance.com/en/publications/publications/>. Acesso em 02 de outubro de 2020, página 10.

⁴³ LUXEMBOURG FOR FINANCE. *Activity Report 2019*. Message from the Luxembourg Minister of Finance: Pierre Gramegna. Disponível em <https://www.luxembourgforfinance.com/en/publications/publications/>. Acesso em 02 de outubro de 2020, página 4.

⁴⁴ LUXEMBOURG FOR FINANCE. *Activity Report 2019*. Message from the Luxembourg Minister of Finance: Pierre Gramegna. Disponível em <https://www.luxembourgforfinance.com/en/publications/publications/>. Acesso em 02 de outubro de 2020, página 4.

⁴⁵ LUXEMBURGO. *Law of 17 de December 2010*. “*Article 12. (1) By way of derogation from Article 11(2): (a) the management company may, in the cases and according to the procedures provided for by the management regulations, temporarily suspend the repurchase of units. Suspension may be provided for only in exceptional cases where circumstances so require and where suspension is justified having regard to the interests of the unit-holders (...)*”.

⁴⁶ LUXEMBURGO. *Law of 17 de December 2010*. “*Article 12. (b) the CSSF may in the interests of the unit-holders or of the public require the suspension of the repurchase of units, in particular where the provisions of laws, regulations or agreements concerning the activity and operation of the common fund are not observed.*”

transações sejam igualmente vedadas após a constatação da situação de insolvabilidade do fundo, até que seja aprovado o plano de resolução.

Minuta	Sugestão
	<p>Inclusão do item “c” ao Artigo 105, I da Resolução, com o seguinte texto:</p> <p><i>c) vedar a realização de quaisquer transações que possam potencialmente causar uma piora na situação patrimonial do fundo, exceto pelo cumprimento das obrigações contratadas antes da verificação da Situação de Insolvência.</i></p>

2.2.3. Plano de Resolução

Em caso de não aprovação do plano proposto pelo administrador, os cotistas devem deliberar sobre as seguintes possibilidades:

- a) Cobrir o patrimônio líquido negativo, mediante aporte de recursos, próprios ou de terceiros;
- b) Cindir, fundir ou incorporar o fundo ou a classe a outro fundo que tenha apresentado proposta já analisada pelo administrador;
- c) Liquidar o fundo ou a classe que estiver com patrimônio líquido negativo, desde que não remanesçam obrigações a serem honradas pelo patrimônio do fundo ou classe que será liquidado; e
- d) Determinar que o administrador entre com pedido de declaração judicial de insolvência do fundo.

Portanto, a proposta da Resolução excluiu terceiros de participarem do procedimento que pode resultar na declaração judicial de insolvência do fundo de investimento.

Sugestão: Tendo em vista que, o fato de ter sido verificada a insolvência do fundo pode indicar eventual necessidade de proteção de direitos dos terceiros, mediante supervisão da Autarquia, sugerimos que, na assembleia geral ou especial de cotistas, convocada nos termos no artigo 105, III, “b” da Resolução, seja permitida a manifestação dos credores do fundo, sem direito a voto.

No mais, a oitiva dos credores, nesta fase, irá potencialmente trazer mais transparência e mais informações ao administrador no curso do procedimento de insolvência, e pode orientar a

elaboração do plano de resolução, evitando assim que o assunto seja direcionado ao Poder Judiciário.

Ademais, este procedimento visa outorgar mais segurança ao procedimento de insolvência, em linha com padrões adotados internacionalmente.

Minuta	Sugestão
-	Inclusão de parágrafo no artigo 105 da Resolução: <i>“Art. 105. §Xº. Na assembleia prevista no inciso III, alínea “b” do caput, será permitida a manifestação dos credores do fundo, sem direito a voto.</i>

2.2.4. Procedimento de Insolvência

Não há previsão no tocante à orientação do Poder Judiciário na condução da ação judicial de insolvência.

Nesse âmbito, entendemos que, como ocorre em relação aos demais casos, para os fundos de investimentos, a aplicação do instituto deve se dar por meio de ação judicial própria que poderá ser requerida, nos termos da Lei de Liberdade Econômica, por credores, por deliberação própria dos cotistas do fundo de investimento, nos termos de seu regulamento, ou pela CVM.

De acordo com o previsto no artigo 1.052 do Código de Processo Civil, até a edição de lei específica, o processo de insolvência deverá ser regulado de acordo com o disposto nos artigos 748 e seguintes da Lei nº. 5.869, de 11 de janeiro de 1973 (antigo Código de Processo de Civil Brasileiro).

Em quaisquer dos casos acima, o processo judicial deve ser iniciado com a arrecadação geral dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo para a efetiva valoração deste. Tendo em vista a peculiaridade e as diferenças que podem existir em cada espécie de fundo de investimento, entendemos que o liquidante deva ser uma pessoa com comprovada experiência na indústria de fundos. Esta disposição já existe em relação ao processo de insolvência de forma geral, mas esta figura, no caso ora analisado deve ser escolhida de forma bastante cautelosa.

Visando reduzir, nos limites das determinações legais e regulatórias, as atividades que poderão ser realizadas pelo administrador e pelo gestor do fundo, a partir do início do processo de insolvência, o liquidante assumirá a gestão de todos os ativos do patrimônio do fundo.

Neste momento, quando da arrecadação dos bens e direitos do fundo, este liquidante será investido dos poderes para tomar todas as ações adequadas para a aferição do patrimônio do

fundo e a transformação destes ativos em recursos necessários para o pagamento das obrigações do fundo. Ressaltamos, apenas, que por se tratar de um liquidante judicial, este tem responsabilidades específicas e deverá prestar conta de sua atuação ao juiz competente pelo processo de insolvência, conforme já estabelecido em legislações aplicáveis ao tema.

A fim de que a figura do liquidante judicial não se misture com a figura do administrador e/ou gestor do fundo, entendemos que este deva ser uma pessoa não envolvida na administração e/ou gestão do fundo, sendo, portanto, um terceiro isento.

Em outras jurisdições, como a de Ilhas Cayman, este papel é cumprido por grandes empresas de auditoria, que tem *expertise* na análise de ativos e na gestão de massas de ativos para terceiros. A remuneração deste terceiro também seria enquadrada como uma despesa do fundo que deverá ser paga quando da liquidação de seus ativos.

Além disso, este liquidante judicial será o responsável pela interface com os credores do fundo, ao passo que estes, quando do início do processo de insolvência, deverão habilitar seus créditos junto ao fundo, para que haja a plena percepção do efetivo passivo deste fundo. Nesse sentido, poderá ser criado um comitê formado pelos maiores credores do fundo, a fim de que estes, juntamente com o liquidante judicial, possam fiscalizar e auxiliar no desenrolar do processo judicial de insolvência.

Ou seja, a nomeação de um liquidante judicial hábil para tratar sobre o tema específico de fundos de investimentos, assim como a criação de um comitê de credores que auxiliará e fiscalizará a atuação do liquidante judicial, juntamente com o juízo competente, é um padrão utilizado nas Ilhas Cayman.

Naquela jurisdição, o comitê deve ser formado por no mínimo 3 (três) e no máximo 5 (cinco) credores, e tem a função de auxiliar o liquidante judicial no desenvolvimento de suas atividades. Assim como ocorre em Cayman, sugere-se que no Brasil, todos os atos praticados pelo liquidante judicial e por este comitê sejam fiscalizados e aprovados, em última instância, pelo juízo competente.

Após o término desta fase ordinária, com a consequente delimitação clara dos ativos e passivos do fundo, o liquidante judicial iniciaria a fase de quitação total ou parcial das obrigações do fundo de investimento, com a consequente liquidação de todos os seus ativos, alocando os recursos decorrentes desta liquidação para o pagamento de seus credores.

Sugestão: Sugerimos então que esteja claro que o regulamento poderá dispor, com fundamento no artigo 190 do Código de Processo Civil (que trata sobre o negócio jurídico processual), sobre mudanças no procedimento de insolvência para ajustá-lo às especificidades da causa, inclusive no que diz respeito à necessária *expertise* do liquidante, a possibilidade de criação de um comitê de credores e suas competências, o convite para que esta I. Autarquia participe como *amicus curiae* no processo e a ordem de recebimento dos créditos.

Minuta	Sugestão
	<p>Inclusão de artigo no Capítulo XIII da Resolução:</p> <p><i>“Art. X. O regulamento poderá dispor sobre o procedimento judicial de insolvência, nos limites permitidos pela legislação processual civil em vigor, incluindo em relação às seguintes matérias:</i></p> <p><i>I – requisitos aplicáveis aos administrador;</i></p> <p><i>II – possibilidade de criação de um comitê de credores e suas competências;</i></p> <p><i>III – participação da CVM como amicus curiae;</i></p> <p><i>e</i></p> <p><i>IV – ordem de recebimento dos créditos pelos credores.</i></p>

Sem mais, o Grupo BID aproveita para, novamente, enaltecer a iniciativa e reafirmar a confiança no trabalho desta D. CVM.

Agradecemos a apreciação das considerações apresentadas e, contando com a atenção da Autarquia na avaliação de nossas considerações, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais que se façam necessários.

Atenciosamente,

Grupo BID, em conjunto com seus assessores legais,
Madrona Advogados