

PINHEIRO NETO
ADVOGADOS

SÃO PAULO

R. Hungria, 1.100
01455-906
São Paulo - SP
t. +55 (11) 3247 8400

RIO DE JANEIRO

R. Humaitá, 275
16º andar
22261-005
Rio de Janeiro - RJ
t. +55 (21) 2506 1600

BRASÍLIA

SAFS. Quadra 2 Bloco B
Ed. Via Office - 3º andar
70070-600
Brasília - DF
t. +55 (61) 3312 9400

PALO ALTO

228 Hamilton Avenue,
3rd floor
CA 94301 USA
t. +1 650 798 5068

TÓQUIO

1-6-2 Marunouchi,
Chiyoda-ku, 21st floor
100-0005
Tokyo - Japan
t. +81 (3) 3216 7191

São Paulo, 14 de abril de 2021.

Ilmo. Sr.

Marcelo Barbosa

Presidente

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ilmo. Sr.

Antonio Carlos Berwanger

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Assunto: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020

Prezados Senhores,

Servimo-nos da presente para apresentar considerações sobre o Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020, de 1º de dezembro de 2020 (“Edital”), que tem por objeto a minuta de Resolução que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios (“Minuta”).

Os temas submetidos ao mercado para discussão são de extrema importância à indústria de fundos de investimento no Brasil, merecendo reconhecimento a iniciativa da CVM de propor a revisão de temas complexos e que contribuem para o desenvolvimento de um melhor ambiente de negócios no país e de um mercado de capitais mais sofisticado, seguro e atrativo a investidores. Contudo, e sem prejuízo de outras considerações que os participantes de mercado e interessados apresentarão à Minuta, gostaríamos de apresentar algumas sugestões específicas

às propostas constantes da Minuta. Referidas sugestões são baseadas em nossa experiência na estruturação de fundos de investimento voltados às mais variadas classes de ativos, bem como em discussões com os *players* mais relevantes do mercado (gestores, administradores e, sobretudo, investidores locais e estrangeiros).

1. Insolvência civil

Referências: art. 1.368-D, inciso III, § 2º do art. 1.368-E, Código Civil; Capítulo XIII da Minuta (art. 105 – 108);

Preocupação: Pedido de declaração judicial de insolvência não alcançaria somente determinada classe, com relação à qual o problema se materializasse, mas todas as classes do fundo com limitação de responsabilidade dos cotistas.

Argumentos CVM (p. 12 do Edital): (i) A Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“LLE”) estabeleceu a possibilidade de que a cada classe de cotas de um fundo de investimento corresponda a um patrimônio segregado, de modo que o fato de o patrimônio líquido de uma única classe de cotas estar negativo não deveria repercutir diretamente para as demais classes; e (ii) não obstante, o fato de o fundo ser o objeto da declaração de insolvência em tese aumenta a probabilidade de o Poder Judiciário, ao analisar um caso concreto, considerar que a declaração de insolvência derivada de uma única classe de cotas deve de algum modo impactar o patrimônio relativo a outras classes do fundo.

Comentários Pinheiro Neto:

(a) entendemos que o grande benefício trazido pelo novo art. 1.368-D, inciso III, do CC (com a criação de classe de cotas com patrimônio segregado) não poderia ser **neutralizado** por uma eventual insolvência de uma classe de cotas que poderia afetar o fundo como um todo;

(b) não nos parece ser juridicamente possível harmonizar (i) o conceito da criação de classe de cotas com direitos e obrigações distintos e com patrimônio segregado com (ii) a possibilidade de decretação de insolvência civil **do fundo como um todo**, não obstante o fato de, num exemplo hipotético, apenas uma classe de cotas apresentar patrimônio líquido negativo ou patrimônio insuficiente para honrar suas obrigações ou dívidas;

(c) vale ressaltar que, não obstante as inovações introduzidas pela LLE, juridicamente os fundos de investimento continuam sendo entidades desprovidas de personalidade jurídica, tratando-se tão somente de comunhão de recursos constituídos apenas sob a forma de condomínio de “natureza especial”, conforme agora definido pelo art. 1.368-C, *caput*, do CC. Não há qualquer óbice de natureza legal ou doutrinária para que seja declarada a insolvência civil de uma classe de cotas, permanecendo as demais classes imunes aos efeitos da insolvência da classe afetada. Entendemos que o Poder Judiciário teria a mesma interpretação, se e quando examinasse a matéria;

(d) se a proposta apresentada na Minuta for de fato implementada, haverá grande possibilidade de os investidores continuarem refratários à criação de fundos que tenham classes de cotas cujos recursos sejam investidos em diferentes modalidades de ativos, com diferentes riscos e retornos. Os investidores fazem suas análises de risco baseados no “pior cenário”. Se esse pior cenário for a declaração de insolvência de todo o fundo, isso na prática significará que um determinado cotista de uma classe de cotas com boa performance poderá ter seu patrimônio comprometido por uma outra classe de cotas do mesmo fundo que estiver com uma má performance e, ao final, for declarado insolvente. A utilidade jurídica e prática do patrimônio segregado pode ser sensivelmente comprometida se as demais classes de cotas puderem ser afetadas em caso de insolvência civil de uma classe de cotas específica;

(e) o problema apontado em (d) acima é notadamente palpável na indústria de fundos de investimento em direitos creditórios (“FIDCs”). Não há participação relevante no mercado de FIDCs estruturados para investimentos concentrados em modalidades de recebíveis de naturezas diversas. Com a nova regra, um mesmo FIDC poderá investir em recebíveis imobiliários e em recebíveis comerciais diversos, por exemplo. Poderá atrair diferentes investidores com diferentes percepções de risco e retorno bastando, para tanto, alocar os recebíveis imobiliários numa classe de cotas, enquanto os recebíveis comerciais são alocados numa outra classe, com segregação de patrimônios. No entanto, se a insolvência civil de uma classe vier a “contaminar” ou afetar o patrimônio segregado de todas as demais classes de cotas, não haverá incentivo para a estruturação de um FIDC com essas características. Não teremos economia de custos e otimização operacional, e o mercado se verá obrigado

a continuar estruturando apenas FIDCs que invistam numa determinada modalidade de recebíveis, todos com as mesmas características.

Sugestão Pinheiro Neto: permitir, limitar e regular especificamente a insolvência civil de classes de cotas de fundos de investimento, sem que haja a declaração de insolvência civil do fundo como um todo ou mesmo a insolvência de outras classes de cotas.

2. Regime de Responsabilidade Limitada e Ilimitada em um mesmo Fundo

Referências: § 2º do art. 1.368-D, Código Civil; art. 18 e 44, § 1º, inciso IV e § 2º, inciso I da Minuta;

Preocupação: a Minuta propõe que classes com e sem responsabilidade limitada não coexistam no mesmo fundo.

Argumentos CVM (p. 5 do Edital): A CVM considera que a referida coexistência representaria um risco para o instituto da responsabilidade limitada, ao menos enquanto a matéria não contar com o amadurecimento decorrente de experiências de aplicações práticas e jurisprudência própria.

Comentários Pinheiro Neto:

(i) o texto apresentado na Minuta poderá desestimular a estruturação de determinados fundos de investimento que, em função do perfil dos investidores e das características de sua estrutura, poderiam permitir a coexistência de classes de cotas com e sem responsabilidade limitada;

(ii) exemplificativamente, nos FIDCs é comum existir uma classe de cotas seniores, destinada aos investidores de mercado, e uma classe de cotas subordinadas, tipicamente destinada ao cedente dos direitos creditórios, que subscreve e integraliza referida classe com tais direitos creditórios (dentro do conceito clássico de incremento de risco de crédito (*credit enhancement*) dentro de um FIDC).

(iii) como é sabido, o cotista subordinado absorve as “primeiras perdas” (*first losses*) verificadas pela carteira/portfolio do FIDC, tendo como referência o percentual do patrimônio do FIDC representado pelas cotas subordinadas.

(iv) numa situação de maior deterioração da carteira do FIDC, os cotistas seniores também passariam a perder rentabilidade e eventualmente até o capital investido.

(v) entendemos que nos fundos estruturados (como no FIDC - exemplificativamente citado acima - bem como em outros fundos que adotem classes de cotas subordinadas (Fundos de Investimento em Participações – FIPs, Fundos de Investimento Imobiliário – FIIIs)), poderia ser adotada uma sistemática diferente à proposta pela CVM.

(vi) os subscritores de cotas seniores (i.e., os investidores de mercado) teriam sua responsabilidade limitada ao valor de suas cotas. Por outro lado, os *sponsors* desses fundos (cedentes de direitos creditórios nos FIDCs ou investidores “âncoras” de uma forma geral), titulares de cotas de classes subordinadas, teriam responsabilidade ilimitada, caso assim optassem (e definido no Regulamento do fundo).

(vii) a sugestão indicada é factível do ponto de vista jurídico pelo mesmo argumento apresentado no tópico 1 acima (*Insolvência Civil*), qual seja, de que os fundos de investimento não são dotados de personalidade jurídica. Ademais, tal flexibilidade seria extremamente benéfica à indústria, pois permitiria aos *sponsors* com bom rating de crédito reduzir os custos gerais das operações envolvendo fundos estruturados, com a ausência de limitação de responsabilidade relativa às cotas subordinadas subscritas, em caso de patrimônio líquido negativo. Evidentemente, sob a ótica do investidor sênior haveria um incremento de qualidade na estrutura.

Sugestão Pinheiro Neto: permitir a coexistência de classes de cotas com responsabilidade limitada e sem responsabilidade limitada, para os fundos estruturados que admitam classes de cotas subordinadas às demais, caso assim tenha sido optado pelo *sponsor* e estabelecido no regulamento do fundo.

PINHEIRO NETO
ADVOGADOS

Sendo o que nos cabia para o momento, subscrevemos a presente, com votos de reconhecimento pela iniciativa e propostas de aperfeiçoamento decorrentes das contribuições da CVM. Permanecemos à disposição dessa Comissão para qualquer esclarecimento que se faça necessário.

PINHEIRO NETO ADVOGADOS

ENRICO BENTIVEGNA

LUCAS MARINHO

Referências legais:

Código Civil

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.

Art. 1.368-E. Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.

§ 1º 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 arts. 955 a 965 deste Código.

§ 2º A insolvência pode ser requerida judicialmente por credores, por deliberação própria dos cotistas do fundo de investimento, nos termos de seu regulamento, ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Minuta

Art. 18. O regulamento do fundo de investimento pode limitar a responsabilidade do cotista ao valor por ele subscrito.

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.

Art. 44. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e as classes de cotas, caso existentes, são complementarmente regidas por anexos ao seu regulamento.

§ 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

IV – responsabilidade dos cotistas, determinando se está limitada ao valor por eles subscrito ou se é ilimitada;

§ 2º Caso o fundo conte com diferentes classes de cotas: I – a seção comum do regulamento do fundo, que é aplicável a todas as classes, deve dispor sobre as matérias constantes dos incisos I, II, **IV**, V, VII, XIII e XX do § 1º, sendo que, no que se refere ao inciso XIII, deve dispor somente acerca das despesas que sejam comuns às diferentes classes de cotas;