



À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM
A/C: Sr. Antônio Carlos Berwanger
audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

Ref.: Audiência Pública SDM nº 08/21

A **RJI CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.** e a **RJI GESTÃO & INVESTIMENTOS LTDA.** (em conjunto, designadas “**RJI**”), vêm pela presente, apresentar comentários e sugestões à proposta de minuta de resolução que irá dispor sobre a constituição, funcionamento e a divulgação de informações de fundos de investimento, e a prestação de serviços para fundos (“Resolução CVM”), posta em audiência pública (“Audiência Pública”)¹.

Para tanto, a RJI dividiu seus comentários e sugestões à Audiência Pública em 2 blocos: **(i)** geral, onde pretende expor comentários gerais aos questionamentos da CVM, que devem ser contextualizadas com as sugestões da RJI; e **(ii)** específico, ao direcionar suas sugestões gerais ou não na minuta da Resolução CVM.

I. ENTENDIMENTOS GERAIS DA RJI

1.1. Fundo de investimento que merece tratamento diferenciado

1. A RJI entende que o Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (“**FUNCINE**”), previstos na MP nº 2.228-1, conforme alterada, merece tratamento diferenciado e deve continuar sendo tratada em norma própria, em função de sua natureza e peculiaridades, tal como aprovação de investimentos pela Agência Nacional de Cinema, cujo prazo para esse ato

¹ A CVM ao promover a participação pública em seus processos normativos, indiscutivelmente, viabiliza a edição e aprimoramento de normas que promovem o desenvolvimento do mercado de maneira mais eficiente, especialmente em uma indústria tão relevante e desafiador como a dos fundos de investimento.

pode levar o FUNCINE a ficar desenquadrado, levando o administrador a solicitar prorrogações de prazo.

2. Não obstante, a RJI aproveita a oportunidade para solicitar à CVM que seja considerada a possibilidade de iniciar aprimoramentos na Instrução CVM nº 398/2003, de modo, a modernizar e, principalmente, estimular o desenvolvimento nacional de FUNCINE, veículo de investimento com propósito cultural – muitas vezes desconhecimento – e que conta com benefícios fiscais para os investidores, desde a distribuição de suas cotas.

1.2. Limitação da responsabilidade dos cotistas e Insolvência civil

Possíveis dispositivos da Resolução CVM atingidos pelas sugestões da RJI: arts. 94, 101, 105, 106, entre outros.

3. Primeiramente, a RJI não se opõe a proposta da CVM em dividir as cotas em classes com e sem responsabilidade limitada. Contudo, essa limitação de responsabilidade de cotista, principalmente, no caso de “patrimônio insuficiente” (passivo exigível for superior ao ativo total), não deve incluir/abarcas os encargos do fundo.

4. Observe que, a proposta dispõe de um capítulo para tratar o “patrimônio líquido negativo com limitação de responsabilidade”, no qual prevê atos que devem ser deliberados pelos cotistas², caso não seja aprovado o plano de resolução do administrador, a saber:

“I – cobrir o patrimônio líquido negativo, mediante aporte de recursos, próprios ou de terceiros, em prazo condizente com as obrigações do fundo ou da classe, hipótese na qual seria permitida a subscrição de novas cotas;

II – cindir, fundir ou incorporar o fundo ou a classe a outro fundo de investimento que tenha apresentado proposta já analisada pelo administrador;

² A inércia de cotistas e lapso temporal para deliberarem sobre o patrimônio insuficiente, também, geram custos financeiros, tais como taxa de fiscalização, tributo, e outros prestadores de serviços, como banco (conta corrente do fundo), assessor legal em ação judicial em curso, etc.

III – 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; ou

IV – determinar que o administrador entre com pedido de declaração judicial de insolvência do fundo”.

5. Com exceção do inciso I acima, os demais atos impõem custos financeiros sem vincular a fonte de recursos e o responsável por seu pagamento. Leva-se a crer que, esses custos serão devidos pelo administrador, que é um prestador de serviço, e que, provavelmente, já está sem receber a sua taxa de administração.

6. Ainda que, os prestadores de serviço não tenham a responsabilidade de pagamento, nos termos da lei ou do regulamento, isso não resolve alguns impasses. Por exemplo, o pagamento de honorários para entrar com pedido de declaração judicial de insolvência, ou mesmo, o patrocínio se o pedido de insolvência for feito pela CVM ou credores, pagamento de taxas e emolumentos para liquidar os ativos, pagamento de prestadores que se fizerem necessários para a liquidação do fundo e que não sejam prestados pelos prestadores essenciais do fundo (banco liquidante, *clearing*, auditor independente, etc.), entre outros.

7. Acrescente-se a isso, a hipótese de cotistas impedidos supervenientemente de aportar recursos, inclusive para cobertura de despesas, em fundos com patrimônio líquido negativo, tais como Regime Próprio de Previdência Social – RPPS³, investidores institucionais sujeitos a outros órgãos reguladores ou cotistas que tenham seus bens bloqueados pela justiça.

8. Frise-se que, a RJI não é contra a determinação de limitação de responsabilidade trazida pela Lei de Liberdade Econômica (“LLE”), mas considera que sua aplicação, na prática, pode inverter a assunção do risco do investimento, do investidor para o prestador de serviço. Para a RJI, não é razoável, limitar a responsabilidade cotista no que tange aos encargos do fundo e aumentar, desproporcionalmente, a responsabilidade dos prestadores de serviço.

³ Ofício Circular Conjunto CVM/SIN/SPREV 04/20.

9. Atualmente, a RJI administra fundos de investimento com patrimônio líquido negativo com responsabilidade ilimitada de cotistas (atual regime), mas com cotistas impedidos de realizar aportes de recursos (RPPS), e cuja liquidação do fundo representa altos custos financeiros, operacionais e legais.

10. Por experiência, a RJI acredita que, se tal situação ocorre em fundos nos quais os cotistas não têm limitação de responsabilidade, com a limitação de responsabilidade de cotista, a questão do patrimônio líquido negativo será agravada.

11. Consequentemente, esse risco adicional refletirá no aumento da taxa de administração, gestão, taxa de entrada e saída ou exigirá arranjos contratuais em que procure mitigar o risco.

1.2.1. Eventual aumento de barreiras à entrada por grupos econômicos

12. Apenas de forma análoga, no mercado de bolsa, um exemplo de arranjo contratual recente, tratado no âmbito de MRP, são cláusulas dos contratos de intermediação (adesão), nos quais clientes outorgam procuração ao intermediário perante uma instituição bancária, integrante de seu grupo econômico, tais como instituições que operacionalmente disponibilizam saldo total consolidado para investir, como se fosse uma única conta (conta corrente, poupança e conta investimento)⁴.

13. Por meio dessa cláusula contratual, caso o cliente venha a sofrer enquadramento compulsório/liquidação compulsória de suas posições pela área de risco do intermediário (perda patrimonial, insuficiência de garantias, etc.) e que resulte em saldo devedor, esse débito se transforma em saldo devedor de conta bancária, em que pese a origem do débito seja de operação de bolsa, inclusive com utilização de cheque especial.

⁴ O cliente com saldo em conta bancária não necessita transferir recursos para conta específica para realizar operações em bolsa, basta depositar ou transferir diretamente em sua conta corrente (conta bancária), que automaticamente, haverá saldo em sua conta de investimento (intermediário, que é outra empresa) para investir. O cliente deve se atentar ao código da conta, apenas.

14. Tal arranjo contratual permite uma eficiência operacional na gestão de risco, já que o débito do cliente no intermediário – que não pode adiantar recursos aos seus clientes – pode ser tratado como dívida bancária perante outra empresa do grupo econômico por um evento de inadimplência do cliente. Embora muito comum em operações em bolsa, pode-se cogitar a aplicação dessa cláusula no mercado de fundos, como forma de mitigar a limitação de responsabilidade de cotistas.

15. No entanto, vale ressaltar que, somente empresa cujo grupo econômico seja composto, no mínimo por administrador fiduciário e banco, poderão utilizar dessa estrutura, o que cria uma excessiva vantagem competitiva, injustificáveis sob a ótica concorrencial, ao aumentar barreira à entrada, violando os princípios da livre iniciativa e livre concorrência, especialmente num momento de crescimento de *fintechs* e demais agentes disruptivos.

16. Administradores fiduciários que não possuam essa estrutura, provavelmente, aumentarão taxa de administração, administrarão fundos com taxa de entrada e/ou saída ou constituirão provisões ou reservas no fundo, diminuindo disponibilidades do fundo para investimento, etc. Tais medidas tendem a influir na decisão do investidor a procurar grupos econômicos de banco.

17. Portanto, para evitar essa discussão, a RJI entende que a limitação de responsabilidade do cotista não deve alcançar os encargos dos fundos, tornando os cotistas responsáveis até a efetiva resolução do fundo, atendendo um lado a LLE e, de outro, não onerando de forma irrazoável os prestadores de serviços essenciais.

18. Alternativamente, a RJI indica abaixo duas sugestões, inexistentes na minuta da Resolução CVM, que visem mitigar os riscos advindos da limitação de responsabilidade de cotistas no caso de patrimônio insuficiente.

II.2.2. Obrigação de constituir reserva de capital para fundos com limitação de responsabilidade

19. A RJI sugere que a Resolução CVM deve estabelecer a constituição obrigatória de reserva de capital, no momento da integralização das cotas, com a finalidade de assegurar a integridade do patrimônio líquido, sendo utilizada para compensar encargos do fundo.

20. A obrigatoriedade da reserva visa vincular fonte e o destino do recurso, no caso de patrimônio líquido negativo.

II.3. Criação de um fundo de compensação

21. A RJI considera que a sugestão trazida aqui pode ser mais uma ideia do que algo propriamente concreto, mas gostaria de aproveitar a oportunidade em que se pretende modernizar a estrutura regulatória de fundos de investimento para sugerir aprimoramento na infraestrutura de fundos, como a criação de um fundo de compensação para a indústria de fundos, que alcançou, em 2020, R\$ 6 trilhões⁵ de patrimônio líquido (80% do PIB).

22. Inicialmente, o fundo de compensação teria como objeto prestar garantia de compensação contra prestadores de serviços necessários para resolver questões relacionadas ao patrimônio líquido negativo com limitação de responsabilidade de cotista e/ou órgãos reguladores (ex. taxa de fiscalização).

23. No mais, o fundo de compensação também poderia se destinar a aumentar percepção de segurança e confiança dos investidores nos fundos – indústria em acelerado crescimento –, tais como o FGC e o MRP (operações em bolsa)⁶.

⁵ ANBIMA. https://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/industria-de-fundos-alcanca-r-6-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm#:~:text=01%2F2021%20%2D%2018h19-,Ind%C3%BAstria%20de%20fundos%20alcan%C3%A7a%20R%24%206%20trilh%C3%B5es%20de%20patrim%C3%B4nio%20l%C3%ADquido,Mercado%20Financeiro%20e%20de%20Capitais.

⁶ Manifestação da B3 na audiência pública SDM 09/2019: “672. Uma alteração no sentido de ampliar a cobertura a valores presentes nas contas correntes que não têm qualquer relação com operações realizadas na bolsa poderia representar um desvio de funcionalidade para o fundo, sobretudo porque os produtos de investimento

24. Desse modo, a RJI solicita que a CVM considere esse tópico, ainda que para eventuais estudos conduzidos pela SDM, SIN e/ou ASA, para aprofundamento envolvendo o mercado e entidades autorreguladoras, como a ANBIMA.

II. SUGESTÕES ESPECÍFICAS À MINUTA DA RESOLUÇÃO CVM

25. A RJI sugere incluir a definição de administrador temporário no art. 2º da minuta da Resolução CVM:

Sugestão	Justificativa
<p>Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: (...) II – administrador temporário (do fundo): pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria de administrador fiduciário, que vier a ser nomeada pela SIN, para temporariamente assumir a administração do fundo, inclusive para viabilizar a convocação de assembleia para deliberar sobre a substituição do administrador ou a liquidação do fundo.</p>	<p>Apesar de prevista na Instrução CVM nº 555/2014, a figura do administrador temporário não é bem compreendida pelo mercado, cotistas e até órgãos reguladores (BCB, Receita Federal, etc.). Assim, a definição expressa, na opinião da RJI, aprimora a figura do administrador temporário, deixando claro se tratar de um prestador de serviço essencial <u>transitório</u>, cujo mandato foi outorgado pela CVM, e não por assembleia geral de cotistas.</p> <p>A RJI, também, sugere que a inclusão do termo “administrador temporário” no sistema da CVM, de modo que tanto a CVM quanto qualquer pessoa, ao consultar os dados do fundo visualize que o fundo está sob administração temporária. Atualmente, o sistema da CVM não faz essa distinção, o que traz impactos operacionais (aplicação de multas ou ação de fiscalização) e questionamentos por entidades de autorregulação, órgãos públicos e terceiros.</p>

comercializados por algumas corretoras não se restringem àqueles negociados em bolsa; muitas plataformas de investimento comercializam majoritariamente ativos de balcão, títulos públicos federais e fundos de investimentos não cobertos pelo fundo”.

26. A RJI sugere a exclusão ou a alteração da obrigação do administrador de encaminhar a lista de subscritores de cotas fechada:

Exclusão ou Alteração	Justificativa
<p>Art. 29. O administrador deve encaminhar, por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores, a lista de subscritores de cotas da classe fechada, no prazo de 5 (cinco) dias úteis após o encerramento da distribuição, contendo no mínimo as seguintes informações:</p> <p>I — nome;</p> <p>II — inscrição no CPF ou no CNPJ, conforme o caso;</p> <p>III — quantidade de cotas subscritas; e</p> <p>IV — valor subscrito.</p>	<p>A RJI entende que essa obrigação pode configurar violação à LC nº 105/01 (sigilo das operações de instituições financeiras) e à Lei Geral de Proteção de Dados.</p> <p>A LC 105/01 estabeleceu que as instituições financeiras e empresas de fomento comercial ou <i>factoring</i> devem conservar o sigilo em suas operações ativas e passivas e aos serviços por elas prestados, inclusive dados transacionais de clientes (quantidade de cotas subscritas e valor subscrito).</p> <p>A CVM já entendeu que a relação de cotistas de fundo (nome) não pode ser compartilhada pelo administrador, por ser considerada sigilosa, nos termos do voto do Diretor Eli Loria, <i>“Discordo, porém, do Relator quanto ao compartilhamento da relação de cotistas pelo administrador do fundo, entendendo, em linha com a SIN e a PFE, que se trata de garantia constitucional de sigilo assegurada e regulamentada pela Lei Complementar nº 105/01, lembrando que a privacidade é direito da personalidade também garantido em nossa Constituição (art. 5º, inciso X), cabendo ao administrador zelar por sua observância em sua relação com o cotista”</i> (Processo Administrativo CVM nº RJ2010/12738).</p> <p>Não obstante, caso essa obrigação seja mantida, a RJI considera, alternativamente, que a lista de subscritores deva ser encaminhada somente à CVM.</p>

27. A RJI sugere o aprimoramento ao art. 44 da minuta da Resolução CVM, conforme abaixo:

Sugestão	Justificativa
<p>Art. 44. (...) § 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre: (...) XXII – definição dos procedimentos requeridos para efetivar a liquidação, o que pode incluir hipóteses de liquidação antecipada.</p> <p>§X Caso os procedimentos para efetivar a liquidação sejam omissos ou inaplicáveis ao caso concreto, a SIN poderá autorizar excepcionalmente medidas adicionais para viabilizar a liquidação.</p>	<p>Os desafios da liquidação de fundos são vistos somente no momento de sua liquidação, sendo improvável descrever todos os procedimentos para efetivar a liquidação.</p> <p>Em menos de 2 anos, a RJI já liquidou 38 fundos caracterizados por possuir ativos ilíquidos, e/ou envolvidos em operações policiais (Encilhamento, Rizoma) e/ou com cotistas RPPS ou EFPC. Tais liquidações muitas vezes foram possíveis por medidas adicionais autorizadas pela SIN.</p> <p>Esses casos, apesar de extremos, ilustram situações que já ocorreram no mercado de fundos, e que mesmo autorizada pela CVM, algumas medidas foram questionadas por alguns cotistas discordantes do entendimento da CVM (e não, da RJI), ou mesmo, questionadas por órgãos autorreguladores.</p> <p>São exemplos reais, enfrentados pela RJI, de procedimentos que se tornaram inaplicáveis: (i) ativo indivisível; (ii) ativo bloqueado judicialmente; (iii) dados cadastrais de cotistas incompletos ou insuficientes para a devolução de ativos (tais como fundos advindos da Gradual CCTVM S.A. – massa falida. Cujo administrador judicial já informou não possuir tais informações); (iv) cotista falecido ou “fantasma”, situação semelhante aos dos fundos 157; e (v) vedações regulatórias ou legais, nos casos de cotistas sujeitos à fiscalização de outros órgãos reguladores, como os RPPS.</p> <p>Dessa forma, a RJI acredita que a expressa previsão normativa sugerida – autorização de medidas adicionais – aprimora soluções possíveis em casos de omissão ou inaplicabilidade de procedimento, diminui questionamentos, bem como deixa</p>

	<p>transparente ao mercado sobre essa possibilidade, especialmente, no caso de ausência de deliberação pelos próprios cotistas (quórum qualificado).</p> <p>Por outro lado, a SIN poderá adotar critérios para essa autorização, tais como pedido fundamentado, adoção de procedimentos prévios, realização de 3 assembleias para essa finalidade, etc.</p>
--	---

28. A RJI sugere a inclusão da possibilidade de a CVM autorizar a redução do quórum qualificado:

Sugestão	Justificativa
<p>Art. 71. (...)</p> <p>§ 3º O regulamento pode estabelecer quórum qualificado para as deliberações, inclusive as relativas às matérias previstas nos arts. 64 e 65.</p> <p>§X A SIN pode autorizar a redução do quórum previsto no §X no caso de fundo com a propriedade de cotas dispersa no mercado, e cujas 3 últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de cotistas representando menos da metade das cotas representativas do patrimônio líquido do fundo. Neste caso, a autorização da SIN será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quórum reduzido somente poderá ser adotada em segunda convocação.</p>	<p>A discussão sobre a redução de quórum qualificado em fundos de investimento não é recente. Assim, a RJI sugere a inclusão dessa possibilidade, conforme a tabela ao lado, inspirada no art. 136, §2º, da Lei nº 6.404/76.</p> <p>Note que, o quórum qualificado, caso seja previsto desde o início do fundo, é fixado pelos prestadores essenciais do fundo, e não por cotistas (fundo aberto ou fechado destinado ao público em geral), que ingressam no fundo após a distribuição de cotas.</p> <p>A redução de quórum qualificado, na hipótese sugerida pela RJI, deve ser vista, sob a ótica primária da proteção dos interesses do fundo, e não, dos cotistas e de prestadores essenciais.</p> <p>Interessante trazer aqui, a análise da Consulta do BB FII Progressivo (Processo RJ2014/15035, ofício OFÍCIO/CVM/SIN/GIE/Nº0614/2015), embora não levada ao Colegiado, sobre a redução de quórum qualificado por ausência de previsão</p>

	<p>normativa, impedindo uma interpretação extensiva da norma, com fundamento na dispersão das cotas e no benefício econômico do fundo.</p> <p>A RJI considera aplicável o entendimento de que fundos contam com disciplina legal própria (Processo CVM nº RJ2005/4825, Diretor-Relator: Pedro Oliva Marcilio de Souza), mas com o aprimoramento de que fundos continuam disciplinados no Código Civil, mas não, nos termos dos arts. 1.314 a 1.358-A, e sim como condomínio de natureza especial, de acordo com o capítulo próprio: <i>“Art. 1.368-C. (...)”</i></p> <p><i>§ 1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 a 1.358-A deste Código”.</i></p> <p>Dessa forma, em conjunto com o art. 1.368-F do Código Civil, a RJI entende que a CVM não possui vedação para regulamentar a redução de quórum qualificado, nos termos sugeridos.</p>
--	--

29. A RJI sugere aprimorar função do administrador temporário nos casos de liquidação extrajudicial, administração temporária ou intervenção do administrador:

Sugestão	Justificativa
<p>Art. 120. Em caso de decretação de intervenção, administração especial temporária, liquidação extrajudicial, insolvência, ou falência do administrador, o liquidante, o administrador temporário ou o interventor ficam obrigados a dar cumprimento ao disposto nesta Resolução.</p> <p>§1º. É facultado ao liquidante, ao administrador temporário ou ao interventor, conforme o caso, solicitar à SIN que nomeie um administrador temporário com a finalidade de convocar assembleia geral de</p>	<p>O texto prevê que o liquidante pode solicitar que a SIN nomeie um administrador temporário <u>OU</u> [a SIN] convocar assembleia geral.</p> <p>A RJI, baseada em sua experiência como administradora temporária de fundos e alinhada à atual prática da SIN, sugere que o mandato do administrador temporário seja específico, qual seja, convocar assembleia geral de cotistas para deliberar sobre 2 matérias.</p>

cotistas, **no prazo de 15 (quinze) dias**, para deliberar sobre:

I – a transferência da administração do fundo para outra instituição; ou

II – a liquidação do fundo.

§2º. Ressalvada a observância ao art. 91, o administrador temporário a que se refere o parágrafo anterior ficará suspenso do cumprimento das obrigações dispostas nesta Resolução, enquanto permanecer na administração temporária do fundo.

Outro ponto relevante, é a sugestão da RJI de ser considerada suspensa temporariamente as obrigações dispostas na Resolução, enquanto perdurar a administração temporária do fundo.

Observe que, as hipóteses do art. 120 se referem a situação atípica, muitas vezes antecedidas de irregularidades do administrador anterior (ex. decretação de liquidação extrajudicial pelo BCB), inclusive nos fundos administrados. Assim, o cumprimento de obrigações pelo administrador temporário se torna excessivamente onerosa.

Isso porque, é comum, nessas situações, o extravio de documentos, informações desatualizadas ou cuja integralidade não possa ser assegurada e dados cadastrais de cotistas desatualizados ou inválidos. Dessa forma, uma informação periódica “simples”, que depende de informação anterior, pode não refletir a realidade do fundo, investimento, posição, etc., e tal responsabilidade não pode ser atribuída ao administrador temporário.

A sugestão da RJI é que a suspensão temporária das obrigações, com exceção das normas de conduta, deve ser automática e expressa, otimizando tempo, entendimentos e procedimentos operacionais para o exercício da administração temporária, que por si só é excepcional.

A RJI, também, aproveita a oportunidade para reforçar a sugestão feita acima de que o administrador temporário deve constar no sistema da CVM como “administrador temporário”. Atualmente, quando se assume a administração temporária, a informação constante no cadastro de participantes ou do



	fundo é de “administrador”, o que induz terceiros e órgãos públicos a demandarem informações e regularizações de atos, a quais muitas vezes se desconhece.
--	--

Por fim, renovamos os votos de profunda estima e admiração pela CVM.

**RJI CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA.
RJI GESTÃO & INVESTIMENTOS LTDA.**