

---

CONTRIBUIÇÕES PARA A  
AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 08/20

---

RENATO DE MELLO GOMES DOS SANTOS

JANEIRO DE 2021

Considerando que a Comissão de Valores Mobiliários – CVM submeteu à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei nº 6.385/ uma minuta de resolução para modernizar a regulação dos fundos de investimento brasileiros, oferecemos nossas breves contribuições.

## CONTEXTO

1. Com suas peculiaridades locais, a lenta e progressiva concepção de conceitos jurídicos sofisticados como personalidade jurídica e segregação patrimonial, é comum a muitas partes do mundo. Por isso, a história do direito societário pode ser recontada, em boa medida, pelo desejo de limitação de responsabilidade daqueles que investem seu capital.

2. Como é sabido, o novo art. 49-A do Código Civil <sup>1</sup>, caminha firme nesta linha. Reforça corretamente, o reconhecimento da autonomia patrimonial como mecanismo de segregação de riscos. Assim, a independência entre patrimônios é atribuída às pessoas jurídicas como uma **contrapartida direta** à função social da empresa que se manifesta na geração de empregos, pagamento de tributos, criação de renda e inovação.

3. Longe de ser uma perversão, como algumas vozes ainda insistem em afirmar, a limitação dos riscos é um dos principais dos motores do desenvolvimento econômico. Fato é que a possibilidade de investir em sociedades empresariais com limitação de responsabilidade levou, na prática, à quase extinção das sociedades arcaicas em que os sócios comprometem ilimitadamente seu patrimônio pessoal.

4. Na contramão desse movimento, pode-se arriscar a dizer que, os Fundos de Investimentos são os únicos veículos relevantes no mercado que contemplam a responsabilidade ilimitada dos investidores.

---

<sup>1</sup> Art. 49-A. A pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores. Parágrafo único. A autonomia patrimonial das pessoas jurídicas é um instrumento lícito de alocação e segregação de riscos, estabelecido pela lei com a finalidade de estimular empreendimentos, para a geração de empregos, tributo, renda e inovação em benefício de todos.”

5. O novo artigo 1.368-C do Código Civil <sup>2</sup> até avançou ao definir os Fundos de Investimento como condomínio de natureza especial, no entanto, o artigo 1.368-D <sup>3</sup> tornou apenas facultativa a limitação de responsabilidade.

6. Pensamos que ainda haveria muito o que progredir do ponto de vista legislativo. Contudo, nesse espaço, cabe apenas fazer sugestões pontuais ao excelente trabalho já realizado pela CVM. Nosso objetivo é, no que cabe ao alcance regulatório, reforçar a proteção à posição dos investidores no que se refere ao patrimônio, e à participação e transparência das deliberações.

7. Portanto, sem prejuízo de outros relevantes apontamentos que poderiam ser feitos, apresentamos de forma sintética e pontual os comentários e sugestões que julgamos mais relevantes.

## COMENTÁRIOS E SUGESTÕES SOBRE A MINUTA:

### (a) Pagamento de despesas do Fundo até sua liquidação

Diz o Parágrafo único do Art. 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.

#### Comentário/Sugestão:

A responsabilidade de administrador e gestor, mesmo em caso de evidente inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração, podem levar um tempo razoável para ser apurada.

Ao mesmo tempo, administrador e gestor possuem uma posição privilegiada sobre a situação financeira e contábil do Fundo o que pode os levar a antever um eventual patrimônio líquido negativo.

---

<sup>2</sup> Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de **natureza especial**, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. § 1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código. [...]

<sup>3</sup> 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. [...]

Assim, embora mantida a responsabilidade ilimitada, poderia ser **criado um dispositivo em que administrador e/ou gestor sejam os responsáveis pelo pagamento imediato das despesas urgentes** para a liquidação do fundo.

Inverte-se assim a lógica de os cotistas primeiro pagarem para depois serem ressarcidos. Restaria, assim, para gestor e administrador o direito de regresso na cobrança dos cotistas com responsabilidade ilimitada.

No caso de Fundos com responsabilidade limitada, também há a necessidade de pagamento de despesas para liquidação. Como os cotistas não aportarão recursos para o pagamento das despesas, é razoável estabelecer que **administrador e/ou gestor sejam os responsáveis pelo pagamento imediato das despesas urgentes** para a liquidação do fundo. Nesse caso, no entanto, não haveria direito de regresso contra os cotistas.

#### (b) Participação à distância obrigatória e facilitada por todos os meios possíveis

Diz o § 2º do Art. 66:

§ 2º Caso seja admitida a participação do cotista na assembleia à distância, por meio de sistema eletrônico, a convocação deve conter informações detalhando as regras e os procedimentos sobre como os cotistas podem participar e votar à distância na assembleia, incluindo informações necessárias e suficientes para acesso e utilização do sistema pelos cotistas, assim como se a assembleia será realizada parcial ou exclusivamente de modo digital.

#### Comentário/Sugestão:

Os avanços tecnológicos e a necessidade de facilitação de acesso aos cotistas impõem uma adaptação no sistema de assembleias.

Não conhecemos nenhuma justificativa técnica plausível para limitar a participação à distância.

Dessa maneira, sugerimos que a participação à distância seja obrigatória e facilitada por todos os meios possíveis.

#### (c) Registro eletrônico do voto

Dizem os §§ 2º e 3º do Art. 70:

§ 2º No caso de utilização de meio eletrônico, o administrador deve adotar meios para garantir a autenticidade e a segurança na transmissão de informações, particularmente os votos, que devem ser proferidos por meio de assinatura eletrônica ou outros meios igualmente eficazes para assegurar a identificação do cotista.

§ 3º Os cotistas podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida pelo administrador antes do início da assembleia, observado o disposto no regulamento.

**Comentário/Sugestão:**

Embora, possam ser permitidas assembleias simultaneamente presenciais e remotas, entendemos que os votos eletrônicos garantem uma melhor segurança quanto ao registro integral da manifestação de vontade dos cotistas.

Ao mesmo tempo, defendemos que os votos podem ser proferidos até que se encerre a votação de cada item da assembleia

Portanto, ainda que existam cotistas presentes na sede do administrador durante a realização da assembleia, sugerimos que os votos proferidos presencialmente sejam registrados eletronicamente e que não haja nenhum obstáculo para o eventual registro e arquivamento eletrônico de declarações de votos, dissidências, ou protestos apresentados.<sup>4</sup>

**(d) Prazo para divulgação do resumo das deliberações**

Diz o art. 75:

O resumo das decisões da assembleia de cotistas deve ser disponibilizado aos cotistas no prazo de até 30 (trinta) dias após a data de realização da assembleia.

**Comentário/Sugestão:**

Mesmo que nossas sugestões anteriores quanto à participação à distância e registro eletrônico do voto não sejam acolhidas, não se compreende a dificuldade em disponibilizar o resumo das decisões da assembleia.

No exato momento em que se encerra a votação de cada item da pauta, já se sabe qual foi a deliberação.

Logo nos parece que o resumo das deliberações deve ser disponibilizado, no máximo, após 24 horas do encerramento da assembleia.

**(e) Substituição do administrador**

Dizem os arts. 92 e 93:

---

<sup>4</sup> Tome-se, por exemplo, as disposições do Art. 130 da Lei 6.404/76.

**Art. 92.** Os prestadores de serviços essenciais devem ser substituídos nas hipóteses de: I – descredenciamento para o exercício da atividade que constitui o serviço prestado ao fundo, por decisão da CVM; II – renúncia; ou III – destituição, por deliberação da assembleia geral.

**Art. 93.** Nas hipóteses de renúncia ou descredenciamento, fica o administrador obrigado a convocar imediatamente assembleia geral de cotistas para eleger um substituto, a se realizar no prazo de até 15 (quinze) dias, sendo também facultado aos cotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das cotas emitidas, em qualquer caso, a convocação da assembleia geral.

§ 1º No caso de renúncia, o prestador de serviço essencial deve permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, que deve ocorrer no prazo máximo de 30 (trinta) dias, sob pena de liquidação do fundo pelo administrador.

§ 2º No caso de descredenciamento do administrador, a SIN pode nomear administrador temporário, inclusive para viabilizar a convocação de assembleia para deliberar sobre a substituição do administrador ou a liquidação do fundo.

#### Comentário/Sugestão:

Principalmente em Fundos com dispersão de cotistas, é possível ocorrer uma verdadeira inviabilidade na substituição em curto prazo.

São poucos os *players* do mercado e, após uma renúncia ou descredenciamento, pode não haver uma diligência efetiva administrador para encontrar um substituto.

Assim, fazemos uma série de pequenas sugestões adicionais para que o Fundo não tenha que ser liquidado.

(i) No caso de descredenciamento do administrador, a SIN nomeará **obrigatoriamente** um administrador temporário para viabilizar a convocação de assembleia para deliberar sobre a substituição do administrador ou a liquidação do fundo.

(ii) A renúncia deve ser acompanhada de convocação imediata para assembleia geral de cotistas para eleger um substituto a se realizar no prazo de 30 (trinta) dias.

(iii) No caso de renúncia do administrador, a convocação para assembleia para eleger um substituto, deverá obrigatoriamente ser acompanhada de 3 (três) propostas de outros administradores credenciados para assumir a administração.

(iv) No prazo de até 15 (quinze) dias da convocação, poderão ser apresentadas pelos cotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das cotas emitidas outras propostas de administradores credenciados, cabendo aos administradores encaminhar imediatamente aos cotistas uma consolidação das propostas existentes.

(v) No caso de renúncia, o prestador de serviço essencial deve permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, que deve ocorrer no prazo máximo de 45 (quarenta e cinco) dias, sob pena de liquidação do fundo pelo administrador.

(f) Pagamento de despesas do urgentes do Fundo com caixa insuficiente, mas com patrimônio líquido positivo.

**Comentário/Sugestão:**

A experiência já demonstrou que há casos em que, independente do patrimônio líquido do Fundo estar positivo, verifica-se uma insuficiência transitória de caixa para o pagamento de despesas urgentes do Fundo.

Ocorre que a impossibilidade/dificuldade na alienação de alguns ativos manifestamente ilíquidos pode conduzir o Fundo a uma situação de inadimplência causando prejuízo para os credores, o mercado e até para os próprios cotistas.

Essa situação pode acontecer mesmo nos casos de responsabilidade ilimitada, pois a obrigação legal é de aportar recursos apenas para recompor o patrimônio líquido negativo. Como já dissemos, administrador e gestor possuem uma posição privilegiada sobre a situação financeira e contábil do fundo. Isso o coloca em uma situação em que é sua obrigação tentar projetar eventuais dificuldade de caixa.

Assim, sugerimos que na insuficiência transitória de caixa, **administrador e/ou gestor sejam os responsáveis pelo pagamento imediato das despesas urgentes** tornando-se credores do Fundo e podendo ser futuramente ressarcidos sem prejuízo das despesas correntes.

27 de janeiro de 2021.

---

RENATO DE MELLO GOMES DOS SANTOS

---

Advogado inscrito no Brasil e em Portugal

Trabalhou por 16 anos no mercado de previdência complementar onde atuou como advogado da gerência de investimentos em participações de longo prazo e como gerente jurídico do setor de consultoria.

Foi membro do Comitê Técnico Regional Jurídico Sudeste da ABRAPP

É mestrando em Direito dos Contratos e da Empresa na Universidade do Minho, Braga / Portugal

Graduado pela Universidade Federal do Rio de Janeiro; Pós-Graduado em Direito do Consumidor pela EMERJ; e MBA em Gestão de Negócios pelo IBMEC

Tem cursos de extensão em Direito da Empresa pela UERJ e Direito Societário e Mercado de Capitais pela FGV e pelo IBMEC

Profissional CPA-20 certificado pela AMBIMA